



BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației noiembrie 2023

Anul XIX, nr. 74

Raport asupra inflației

Noiembrie 2023

NOTE

Unele dintre datele statistice au caracter provizoriu, urmând a fi revizuite în publicațiile ulterioare.

Sursa datelor statistice utilizate la realizarea graficelor și a tabelelor a fost indicată numai atunci când acestea au fost furnizate de alte instituții.

Toate drepturile rezervate.

Reproducerea informațiilor este permisă numai în scopuri educative și necomerciale și numai cu indicarea sursei.

Banca Națională a României
Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București
tel.: 021/312 43 75; fax: 021/314 97 52

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune online)

ISSN 1584-093X (versiune HTML)

Cuvânt înainte

Asigurarea și menținerea stabilității prețurilor constituie obiectivul fundamental al Băncii Naționale a României, politica monetară implementându-se, începând cu luna august 2005, în contextul strategiei de țintire directă a inflației. În cadrul acesteia, comunicarea activă a autorității monetare cu publicul deține un rol esențial, principalul instrument utilizat în acest scop de către Banca Națională a României fiind *Raportul asupra inflației*.

Pe lângă analiza celor mai recente evoluții economice, monetare și financiare și explicarea rațiunilor și manierei de implementare a politicii monetare în perioada precedentă, *Raportul* prezintă proiecția trimestrială a Băncii Naționale a României privind evoluția inflației pe un orizont de opt trimestre – inclusiv incertitudinile și riscurile asociate acesteia – și evaluează contextul macroeconomic recent și viitor din perspectiva deciziei de politică monetară.

Prin elaborarea și publicarea trimestrială – în concordanță cu frecvența ciclului de prognoză – a *Raportului asupra inflației*, Banca Națională a României își propune să ofere tuturor celor interesați posibilitatea de a înțelege cât mai bine cadrul său de analiză și implicit fundamentele deciziilor de politică monetară. Asigurarea transparenței și predictibilității politicii monetare sunt de natură a consolida credibilitatea politicii monetare și de a contribui astfel la ancorarea eficace a anticipațiilor privind inflația și la diminuarea costurilor asigurării și menținerii stabilității prețurilor.

Analiza prezentată în *Raportul asupra inflației* se bazează pe cele mai recente informații statistice disponibile la momentul redactării, astfel încât perioadele de referință ale indicatorilor utilizați sunt diferite.

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 8 noiembrie 2023, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 2 noiembrie 2023.

Toate edițiile acestei publicații sunt disponibile pe suport hârtie și pe websiteul BNR, <http://www.bnr.ro>.

Cuprins

Sinteză	7
<hr/>	
1. Evoluția inflației	15
<hr/>	
2. Evoluții ale activității economice	19
1. Cererea și oferta	19
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	27
2.1. Prețurile de import	27
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	28
<hr/>	
3. Politica monetară și evoluții financiare	32
1. Politica monetară	32
2. Piețe financiare și evoluții monetare	36
2.1. Ratele dobânzilor	37
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	40
2.3. Moneda și creditul	41
<hr/>	
4. Perspectivele inflației	44
1. Scenariul de bază	45
1.1. Ipoteze externe	45
1.2. Perspectivele inflației	47
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	52
2. Riscuri asociate proiecției	57
<hr/>	
Abrevieri	61
Lista tabelor din text	62
Lista graficelor din text	62

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC și-a prelungit traiectoria descendentă în trimestrul III, coborând la 8,83 la sută în luna septembrie (-1,42 puncte procentuale față de iunie și -7,54 puncte procentuale față de luna decembrie 2022). În luna septembrie, indicatorul s-a plasat marginal (cu 0,1 puncte procentuale) sub proiecția din precedentul *Raport asupra inflației*. Aportul decisiv la dezinflația din trimestrul III a aparținut prețurilor de pe segmentul bunurilor alimentare (deopotrivă procesate și neprocesate), a căror dinamică a reflectat recolta relativ abundentă de pe plan intern și internațional, precum și intrarea în vigoare a măsurii de plafonare a adaosului comercial pentru alimentele esențiale. Presiuni mai ample asupra inflației comparativ cu cel mai recent *Raport* s-au manifestat în cazul combustibililor, cotația Brent plasându-se pe o traiectorie ascendentă începând din luna iulie. În plus, o acțiune inflaționistă a exercitat și categoria produselor cu prețuri administrate, luna august consemnând o scumpire abruptă a medicamentelor. Rata medie anuală a inflației, indicator cu un grad inerent mai ridicat de persistență, și-a continuat traiectoria descendentă, coborând în cazul indicelui calculat conform metodologiei naționale până la 12,6 la sută în luna septembrie (de la maximul de 15,3 la sută înregistrat în martie). O evoluție calitativ similară a înregistrat și indicele calculat conform structurii armonizate, acesta corectându-se până la 11,4 la sută, după ce atinsese un maxim de 13,2 la sută tot în luna martie. Decalajul față de inflația medie din Uniunea Europeană se menține la nivelul înregistrat în trimestrul precedent, iar România continuă să se plaseze, din punct de vedere al valorii inflației medii IAPC, pe o poziție mai favorabilă comparativ cu majoritatea statelor din regiune.

După maximul atins în februarie (15,06 la sută), rata anuală a inflației CORE2 ajustat a etalat un parcurs constant descendent, cu o corecție de 2,2 puncte procentuale în intervalul iulie-septembrie față de trimestrul II, până la 11,3 la sută. Evoluțiile favorabile au vizat exclusiv segmentul alimentar, celelalte componente ale inflației de bază (mărfuri nealimentare și servicii de piață) consemnând și de această dată dinamici anuale în creștere. În ceea ce privește influența factorilor fundamentali, *gap*-ul PIB s-a menținut la valori pozitive, deși în atenuare pe parcursul trimestrului III, inflația prețurilor bunurilor din import a urmat, la rândul său, o traiectorie în scădere, în timp ce așteptările pe termen scurt privind evoluția prețurilor s-au redus pe parcursul trimestrului III în cazul tuturor agenților economici. Astfel, preservarea tendinței crescătoare a ratei anuale de creștere a prețurilor mărfurilor nealimentare pare a fi mai degrabă efectul unor majorări punctuale ale prețurilor anumitor produse din acest coș. În cazul serviciilor de piață, dincolo de influența semnificativă a majorării tarifelor pentru serviciile de telefonie, rămâne relevantă presiunea costurilor salariale, în condițiile în care salariul mediu brut din sectorul serviciilor de piață înregistrează în continuare creșteri anuale de două cifre.

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei a crescut din nou în trimestrul II 2023, până la 17,2 la sută (+4,6 puncte procentuale față de trimestrul anterior), pe seama tuturor sectoarelor economice (industrie, construcții, servicii). Avansul remunerării pe salariat a înregistrat o nouă accelerare, până la 20,7 la sută (+4 puncte procentuale față de trimestrul I 2023), majorându-se astfel decalajul față de ritmul de creștere a productivității muncii (3 la sută, -0,6 puncte procentuale comparativ cu trimestrul anterior) și, implicit, potențialul de acumulare a unor presiuni inflaționiste din prisma costurilor cu forța de muncă. În industrie, rata anuală de creștere a costurilor salariale unitare a rămas deosebit de alertă în trimestrul II 2023 (24,2 la sută, vizibil superioară celor consemnate în celelalte sectoare economice), urmată totuși de o ușoară temperare, până la 21,7 la sută, în intervalul iulie-august. O contribuție la această decelerare a revenit ramurilor energointensive, în timp ce diviziuni precum industria mobilei, fabricarea altor mijloace de transport, industria de mașini și echipamente, prelucrarea lemnului și industria ușoară continuă să afișeze creșteri consistente ale costurilor salariale unitare (între 25 la sută și 55 la sută în termeni anuali).

Politica monetară în perioada parcursă de la data Raportului precedent

În ședința din 7 august 2023, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută pe an. Ratele dobânzilor facilităților permanente au fost, de asemenea, menținute la 6,00 la sută pe an în cazul celei de depozit și la 8,00 la sută pe an în cazul celei de creditare. Pe ansamblul trimestrului II 2023, așa cum s-a anticipat, rata anuală a inflației și-a accelerat considerabil descreșterea, reducându-se de la 14,53 la sută în martie la 10,25 la sută în iunie. Scăderea a fost antrenată în continuare în principal de dinamicile prețurilor energiei și combustibililor, care și-au accentuat trendul descendent, sub impactul efectelor de bază, al evoluției cotației țiteiului și al schemelor de plafonare a prețurilor la electricitate și gaze naturale. În același timp, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să se reducă gradual, ajungând la 13,5 la sută în iunie, de la 14,6 la sută în martie, pe fondul intensificării efectelor de bază dezinflaționiste, al descreșterii cotațiilor mărfurilor, prioritar agroalimentare, și al ajustării descendente a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt. Acțiunea acestora a devansat influențele de sens opus ce au continuat să vină din transferarea treptată asupra prețurilor de consum a costurilor crescute ale firmelor, inclusiv salariale, și din conservarea marjelor de profit, în contextul cererii de consum încă solide, precum și din scumpirea unor bunuri importate. Prognoza actualizată reconfirmă perspectiva continuării scăderii ratei anuale a inflației în următorii doi ani pe o traiectorie ceva mai ridicată decât cea previzionată anterior doar pe segmentul de mijloc al intervalului.

Incertitudinile și riscurile majore decurgeau din conduita viitoare a politicii fiscale și de venituri, date fiind caracteristicile execuției bugetare din primele șase luni ale anului și majorările salariale recente din sectorul public, dar și pachetul de măsuri fiscal-bugetare ce urma să fie adoptat în scopul continuării consolidării bugetare, a cărui configurație finală era deocamdată necunoscută. Adițional, incertitudini și riscuri însemnate la adresa perspectivei activității economice, implicit și a evoluției pe termen mediu a inflației, continuau să genereze războiul din Ucraina și sancțiunile

asociate și absorbția fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”, care este condiționată de îndeplinirea unor ținte și jaloane stricte. Aceasta este esențială pentru realizarea reformelor structurale necesare, inclusiv a tranziției energetice, dar și pentru contrabalansarea, cel puțin parțială, a impactului contracționist al șocurilor pe partea ofertei, amplificat de înăsprirea condițiilor economice și financiare pe plan internațional. Relevante continuau să fie și deciziile de politică monetară ale Fed și BCE, precum și atitudinea băncilor centrale din regiune.

Ulterior, rata anuală a inflației a continuat să scadă pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului III în linie cu previziunile, coborând de la 10,25 la sută în iunie la 9,43 la sută în august, pe fondul decelerării creșterii prețurilor alimentelor și al continuării descreșterii dinamicii prețurilor energiei, contrabalansate doar parțial ca impact de scumpirea combustibililor și medicamentelor. În același timp, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accelerat scăderea, coborând ușor sub nivelul prognozat, la 12 la sută în august, de la 13,5 la sută în iunie. Evoluția era atribuibilă în principal efectelor de bază dezinflaționiste, descreșterii cotațiilor mărfurilor, prioritar agroalimentare, și măsurii de plafonare a adaosului comercial la produse alimentare de bază. Ea reflecta însă și o temperare a influențelor de sens opus decurgând din transferarea treptată asupra prețurilor de consum a costurilor crescute ale firmelor, îndeosebi a celor salariale, în condițiile rezilienței cererii pe anumite segmente, precum și din evoluția prețurilor de import. La rândul său, potrivit datelor disponibile la momentul respectiv, activitatea economică își accelera creșterea în trimestrul II 2023 la 0,9 la sută, de la 0,5 la sută în precedentele trei luni (variație trimestrială), depășind previziunile, evoluție ce făcea probabilă întreruperea trendului de restrângere a excedentului de cerere agregată în acel interval. Concomitent însă, față de aceeași perioadă a anului anterior, în trimestrul II avansul PIB continua să se reducă peste așteptări, la valori apropiate de 1 la sută, de la 2,4 la sută în primele trei luni ale anului. Descreșterea era determinată de consumul gospodăriilor populației, în timp ce formarea brută de capital fix își reaccelera ușor creșterea anuală de două cifre, iar exportul net își mărea impactul expansionist, în condițiile sporirii ecartului pozitiv dintre dinamica volumului exporturilor de bunuri și servicii și cea a volumului importurilor. Pe acest fond, deficitul balanței comerciale și cel de cont curent au continuat să scadă considerabil în trimestrul II în raport cu perioada similară din anul anterior.

La momentul ședinței Consiliului de administrație al BNR din 5 octombrie 2023, cele mai noi evaluări indicau că rata anuală a inflației va continua să scadă până la finele anului curent în linie cu cea mai recentă prognoză pe termen mediu (august 2023), în principal sub influența efectelor de bază și a corecțiilor descendente ale cotațiilor unor mărfuri, precum și în condițiile recoltei bogate pe plan intern și ale plafonării temporare a adaosului comercial la produse alimentare de bază.

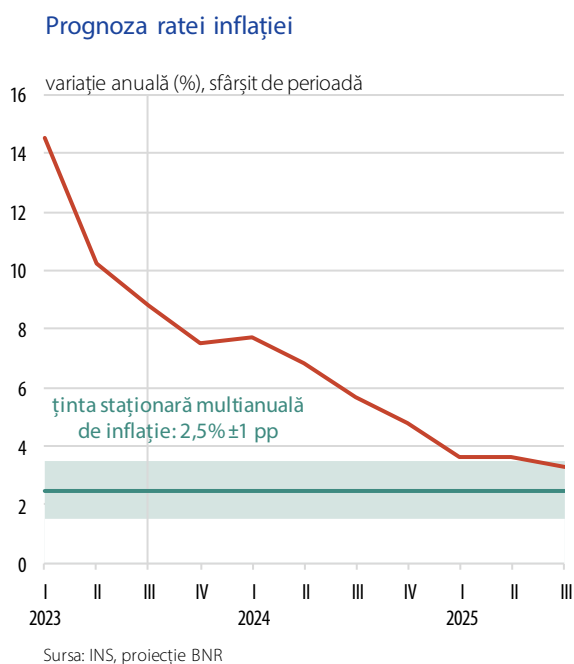
Pe baza evaluărilor și a datelor disponibile în acel moment, precum și în condițiile incertitudinilor foarte ridicate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută pe an. Ratele dobânzilor facilităților permanente au fost de asemenea menținute la 6,00 la sută pe an în cazul celei de depozit și la 8,00 la sută pe an în cazul celei de creditare. De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea nivelurilor ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit.

Perspectivile inflației

Economia globală își continuă redresarea în urma șocului pandemiei și a multiplelor efecte adverse ale invaziei Rusiei în Ucraina. Cu toate acestea, recent, atât în Uniunea Europeană, cât și în România, ritmul recuperării economice s-a atenuat, o caracteristică de așteptat să rămână dominantă și în perioada imediat următoare. După publicarea *Raportului asupra inflației* din luna august, principalele bănci centrale din lume au continuat să înăsprescă condițiile monetare, cu efecte transmise indirect asupra activității economice. În paralel, intensitatea războiului din Ucraina s-a menținut

la cote ridicate, în timp ce noi surse de riscuri, cu ramificații potențiale multiple, inclusiv în plan economic, s-au conturat în Orientul Mijlociu.

Deși tendința generală de pe piețele materiilor prime a rămas una de corecție a șocurilor din perioadele anterioare, riscul unor inversări ale evoluțiilor recente favorabile nu poate fi complet exclus. De exemplu, prețul petrolului, un barometru extrem de sensibil al conjuncturii economice, a înregistrat recent evoluții oscilante, ample ca variație. Ca efect al tuturor evoluțiilor menționate, s-a observat și o intensificare a volatilității pe piețele globale monetare și de capital, alimentată inclusiv de o deteriorare a apetitului față de risc al investitorilor. Deși se preconizează că inflația *headline* din zona euro va continua să scadă și în perspectivă, beneficiind de pe urma atenuării presiunilor asupra costurilor cu materiile prime, dar și a transmisiei graduale a deciziilor de politică monetară, ritmul acestei corecții pare să fie mai lent decât se anticipa în *Raportul* precedent. Astfel, atât



în ceea ce privește evoluția activității economice, cât și cea a inflației, situația de ansamblu rămâne una marcată de fragilitate și de numeroase incertitudini. Într-o perioadă cu multiple crize la nivel global, fiecare cu potențial de a induce consecințe adverse ample și, cu atât mai mult, în situația suprapunerii efectelor acestora, principalele surse de riscuri și incertitudini provin în continuare din sfera evoluțiilor geopolitice. În plus, într-un context marcat de încetinirea generalizată a activității economice, adoptarea pe plan local a unui pachet consistent de consolidare fiscală, ale cărui efecte asupra activității economice sunt, de asemenea, de natură contraciclică, reclamă prudență în evaluarea tuturor implicațiilor posibile.

Pe lângă manifestarea recentă a unor tensiuni ample în Orientul Mijlociu, aflate însă într-un stadiu al dezvoltării care face dificilă, la acest moment, evaluarea cu acuratețe a efectelor economice ale acestora, ipotezele scenariului de bază continuă să reflecte desfășurarea de o manieră persistentă atât în timp, cât și ca efecte adverse, a conflictului din Ucraina. În pofida decuplării ample și, totodată, ordonate, a țărilor europene de importurile de resurse energetice din Rusia încă de pe parcursul anului trecut, conflictul din Orientul Mijlociu a ocazionat, deocamdată în stare incipientă, unele inversări de tendință în ceea ce privește prețul gazelor tranzacționate în Europa. Totodată, există riscul ca tensiunile recente să reverbereze și asupra volumului importurilor europene

de gaze din acest areal. În eventualitatea materializării, astfel de riscuri ar putea împiedica refacerea completă a economiilor comunitare, inclusiv a celei a României, aflate încă în proces de recuperare a pierderilor provocate de crizele din trecutul apropiat.

În România, ulterior rezilienței sporite a activității economice de la sfârșitul anului 2022, cu dinamici anuale ale PIB de peste 4 la sută, cel mai recent set de date statistice oficiale indică o contracție a economiei în trimestrul I 2023, urmată, însă, de o reacclerare a creșterii economice pe parcursul trimestrului II. Cu toate acestea, creșterea anuală a PIB a decelerat până la 1 la sută în acest trimestru. În plus, evoluțiile sectoriale cele mai recente confirmă tendința de încetinire a economiei, astfel încât pentru a doua jumătate a anului, performanța de ansamblu se prefigurează a rămâne inferioară celei proiectate în ultimul *Raport asupra inflației*. Aceste evoluții reflectă, pe de o parte, temperarea concomitentă a economiilor partenerilor externi din Europa, influențată de performanța mult sub așteptări a Germaniei, iar pe de altă parte, efectele constrângătoare ale șocurilor anterioare de ofertă, precum și pe cele asociate normalizării politicii monetare. În schimb, în România, efectele procesului de consolidare fiscală vor fi vizibile, însă, în special pe parcursul anului 2024. Date fiind evoluțiile nefavorabile din debutul anului – inclusiv contracția temporară, din trimestrul I, a consumului populației – pe ansamblul acestuia, dinamica PIB a fost reevaluată la valori plasate în apropiere de 2 la sută. În corelație cu aceste evoluții, *gap-ul* pozitiv al PIB a fost revizuit în jos în trimestrul I și, respectiv, în sus în trimestrul II 2023, urmând ca la finele anului curent să se plaseze în apropierea valorii estimate în *Raportul* din august. În contextul accelerării preconizate a consolidării fiscale, *gap-ul* PIB ar urma să se corecteze într-un ritm relativ alert pe parcursul anului 2024, fiind previzibil să devină chiar marginal negativ la sfârșitul acestuia.

În pofida performanței în ansamblu modeste a economiei din prima parte a anului curent, dinamica formării brute de capital fix și-a continuat parcursul remarcabil, înregistrând dinamici anuale apropiate de 10 la sută, cu mult peste cele ale PIB. Pe termen mediu, efervescența procesului investițional este de așteptat să impulsioneze inclusiv avansul PIB potențial, progres strict condiționat însă de ipoteza atragerii în ritm susținut a fondurilor europene alocate țării noastre. Ca principal beneficiar al acestor fonduri, FBCF este de așteptat să consemneze în acest an atât o dinamică, cât și o contribuție la creșterea economică superioare celor ale consumului populației. Cu toate acestea, pe măsura refacerii și, ulterior, a consolidării puterii de cumpărare a populației, inclusiv ca efect al continuării dezinflației, consumul privat va redeveni, pe termen mediu, principalul determinant al creșterii economice. Pe lângă fondurile europene, alte surse de finanțare ale aportului investițional vor rămâne investițiile străine directe, componentă cu o dinamică deja notabilă în ultimii doi ani și prezervată și pe parcursul celui curent. Totuși, pe termen mediu, ISD vor consemna o corecție descendentă, reflectând, cu un decalaj specific, atât decelerarea activității economice, cât și incertitudinea fundamentală a investitorilor, care, în actuala conjunctură globală complicată, rămâne la cote ridicate.

În plan extern, evoluția favorabilă a deficitului de cont curent din primele opt luni ale anului reconfirmă faptul că în actualul ciclu economic, maximul variabilei a fost deja atins la sfârșitul anului 2022 (9,1 la sută din PIB). Corecția din acest an a indicatorului,

mai amplă comparativ cu cea anticipată în precedentul *Raport*, a fost favorizată în principal de o inversare a efectelor adverse de preț (engl. *terms of trade*), dar și de încetinirea activității economice, cu efect direct asupra volumului importurilor de bunuri. În plus, componenta servicii, care și-a menținut și chiar amplificat soldul excedentar inclusiv în perioada pandemiei, și-a majorat aportul favorabil și în cursul acestui an, contribuind în mod semnificativ la reducerea dezechilibrului extern. În perspectivă, o consolidare a corecției deficitului comercial va fi favorizată de reluarea dinamismului economiilor partenerilor din Europa, precum și de convergența, pe termen mediu, a deficitului bugetar către țintele asumate de România în cadrul procedurii de deficit excesiv. Valori mai reduse ale deficitului bugetar, cu potențial impact favorabil și asupra celui de cont curent, ar fi de natură să asigure inclusiv o mai bună structură a finanțării acestuia din urmă din surse stabile, non-generatoare de datorie externă. În schimb, abordarea problemelor structurale persistente, care explică parțial nivelul încă ridicat, inclusiv în plan regional, al deficitului de cont curent din România, ar presupune derularea de programe investiționale și de ajustare structurală care beneficiază, pe termen mediu, de surse ample de finanțare din fonduri europene.

Scenariul de bază actualizat reconfirmă prognoza de 7,5 la sută pentru rata anuală a inflației IPC din luna decembrie 2023. În structură, corecții mai ample decât cele anticipate ale prețurilor alimentelor au implicat rate anuale ale inflației revizuite în jos în cazul indicelui CORE2 ajustat și, respectiv, al indicelui LFO. În paralel, însă, majorarea recentă a prețului petrolului, precum și o serie de creșteri neanticipate ale prețului medicamentelor au reconfigurat în sens ascendent contribuția la inflație a prețurilor combustibililor și, respectiv, cea a grupei prețurilor administrate. În perspectivă, inflația IPC își va continua traiectoria descendentă, cu o întrerupere temporară a acestei tendințe la începutul anului viitor. La acel moment, sunt prevăzute majorări ale TVA de la 9 la sută la 19 la sută în cazul alimentelor care conțin zahăr și, respectiv, de la 5 la sută la 19 la sută pentru o serie de activități recreative și sportive. Tot de la 1 ianuarie 2024 s-a adoptat ipoteza unei reveniri a accizei la combustibili pe un palier mai ridicat, ulterior deciziei de plafonare a acesteia, în 2023, la nivelul minim european. Astfel, rata anuală a inflației IPC se va majora temporar la 7,7 la sută în luna martie 2024, după care își va relua traiectoria descrescătoare și va înregistra 4,8 la sută în decembrie 2024 și, respectiv, 3,3 la sută la sfârșitul trimestrului III 2025, valoare plasată în intervalul țintei (2,5 la sută ± 1 punct procentual). Pentru sfârșitul anului viitor, valoarea proiectată este mai ridicată față de cea din *Raportul* anterior cu 0,4 puncte procentuale, în principal ca efect al deciziei autorităților de a majora o serie de taxe și impozite. În absența acestor majorări, rata anuală a inflației IPC s-ar plasa la finele anului viitor la 3,9 la sută, cu 0,1 puncte procentuale sub cuantumul indicatorului la taxe constante din precedentul *Raport*.

Atât pentru finele acestui an, cât și în perspectivă, principalul determinant al ratei anuale a inflației *headline* va fi indicele CORE2 ajustat. Implicit, contribuția componentelor exogene ale coșului la inflația totală se va diminua semnificativ, beneficiind de efecte de bază favorabile induse de normalizarea funcționării lanțurilor globale, cu efect de corecție generalizată și a cotațiilor materiilor prime. Inflația anuală CORE 2 ajustat va urma o traiectorie continuu descendentă, date fiind închiderea pronunțată a *gap*-ului PIB, implicit trecerea acestuia în teritoriul negativ de la finele anului 2024, reducerea graduală a așteptărilor de inflație, precum și atenuarea

presiunilor din partea prețurilor bunurilor din import. Cu toate acestea, cuantumul inflației de bază îl va depăși pe cel al indicelui *headline* pe tot parcursul proiecției, având în vedere presiunile care se mențin ample din partea costurilor unitare cu forța de muncă (dinamici anuale preconizate de două cifre atât în 2023, cât și în 2024). În acest sens, relevante sunt, pe de o parte, dinamica salarială ridicată din sectorul privat (indusă de penuria de forță de muncă calificată, de majorările anunțate ale salariului minim, dar și ca urmare a unui efect de demonstrație al creșterilor salariale din sectorul public), iar pe de altă parte, încetinirea preconizată a activității economice, cu impact advers asupra productivității muncii. Astfel, prognoza ratei anuale a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în jos în decembrie 2023, la 9,1 la sută (față de 9,9 la sută anterior), pe fondul evoluțiilor favorabile recente ale prețurilor alimentelor, și în sus în decembrie 2024, la 5,2 la sută (față de 5 la sută anterior), inclusiv ca urmare a unui plus inflaționist evaluat la 0,3 puncte procentuale asociat majorărilor de taxe și impozite de la începutul anului viitor. În 2025, având în vedere epuizarea efectelor induse de creșterile de taxe și impozite din 2024, precum și dinamica mai favorabilă a majorității determinantilor săi fundamentali (în principal, *gap*-ul PIB și prețurile de import), inflația CORE2 ajustat ar urma să reintre în intervalul țintei în trimestrul III 2025 (3,4 la sută).

Conduita politicii monetare a BNR vizează readucerea durabilă a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

De la precedentul *Raport* asupra inflației, o serie de factori de risc dintre cei identificați s-au materializat, în special pachetul de consolidare fiscală legiferat de autorități. În paralel, s-au profilat noi surse de riscuri, cele asociate tensiunilor geopolitice din Orientul Mijlociu fiind, probabil, cele mai relevante din perspectiva potențialelor efecte adverse. La acest moment, balanța evaluată a riscurilor sugerează posibile abateri în sus ale inflației de la traiectoria acesteia din scenariul de bază.

Deși recent autoritățile au legiferat un pachet de măsuri ce vizează realizarea sustenabilității fiscale pe termen mediu, evaluările de la acest moment, inclusiv cele realizate de autorități, sugerează insuficiența setului actual de măsuri raportat la țintele de deficit asumate de România în cadrul PDE. În plus, predictibilitatea și, astfel, eficiența întregului proces de ajustare fiscală depind de transparența manifestată de autorități, atât în ceea ce privește setul de măsuri suplimentare adoptate pe termen scurt, cât și cele care ar permite încadrarea, după anul 2024, în țintele asumate. Astfel, un grad ridicat de incertitudine este indus de absența până la acest moment a primei rectificări bugetare. Pe termen mediu, riscurile vizează mixul dintre eventuale noi măsuri de consolidare fiscală impuse de țintele prevăzute în PDE și cele expansioniste, relevante îndeosebi pe parcursul anului 2024, în contextul calendarului electoral încărcat. Compoziția setului de măsuri suplimentare ce ar putea fi avute în vedere de autorități este, de asemenea, importantă. Dintre acestea, cele care ar presupune majorări ale taxelor și impozitelor ar fi de natură să genereze presiuni inflaționiste suplimentare încă din prima lună de aplicare, conducând la abateri de la traiectoria variabilei din scenariul de bază. Totodată, dozajul și momentul implementării măsurilor fiscale contează din perspectiva efectului cumulat asupra activității economice, fiind preferabil să existe un echilibru între măsurile ce vizează creșterea încasărilor

bugetare și, respectiv, cele care urmăresc diminuarea cheltuielilor publice. În literatura de specialitate și practica internațională, o corecție fiscală realizată primordial prin raționalizarea cheltuielilor publice este preferabilă, date fiind efectele mai puțin constrângătoare atât asupra inflației, cât și a activității economice. Concret, incertitudini considerabile privesc noua legislație referitoare la pensiile și salariile din sectorul public care reprezintă, totodată, jaloane pentru cea de a patra cerere de plată din PNRR. În cazul specific al României, aflată în continuare în procedură de deficit excesiv, corelația între ritmul consolidării fiscale și quantumul fondurilor europene alocate este unul dintre aspectele reiterate recent atât de autoritățile române, cât și de reprezentanții instituțiilor internaționale. În acest sens, riscuri ample sunt asociate posibilității de a nu fructifica în manieră cât mai completă fondurile disponibile, conducând la nerealizarea în totalitate a reformelor structurale, dar și a programelor investiționale asumate de România pe termen mediu.

Pe plan extern, implicațiile pe multiple planuri, dar în principal cele de ordin economic, ale războiului din Ucraina rămân o sursă amplă de riscuri și incertitudini. Recent, acestora li s-au adăugat tensiunile geopolitice din Orientul Mijlociu. Până la momentul finalizării *Raportului*, efectele economice ale acestor turbulențe erau limitate. În plus, dată fiind expunerea comercială redusă a României atât față de țările direct implicate, cât și față de cele aflate în proximitatea zonei de conflict, efectele directe asupra economiei noastre ale unei eventuale prelungiri a turbulențelor sunt de așteptat să rămână moderate. În schimb, piețele de energie sunt cele care ar putea resimți cel mai rapid efectele acestui conflict. În speță, sporește probabilitatea unor perturbări ale aprovizionării cu petrol și gaze naturale, mai ales în situația în care criza ar afecta producția din Iran sau Irak. În paralel, ar putea avea loc și o tensionare, în general, a piețelor. Astfel, șocul aprovizionării cu petrol ar putea afecta activitatea economică din țările importatoare de energie dar, în general, și-ar pune amprenta și asupra bunei funcționări a economiei globale. Pe lângă impactul nefavorabil asupra activității economice, creșterea prețurilor la energie ar complica și mai mult efortul dezinflaționist al băncilor centrale din întreaga lume, prin prelungirea intervalului de timp în care inflația ar persista la valori superioare țintelor. Într-un final, aceasta ar fi de natură să afecteze inclusiv percepția agenților economici cu privire la momentul când ar urma să aibă loc corectarea dezechilibrelor, putând genera astfel o serie de comportamente economice ale acestora de natură suboptimală.

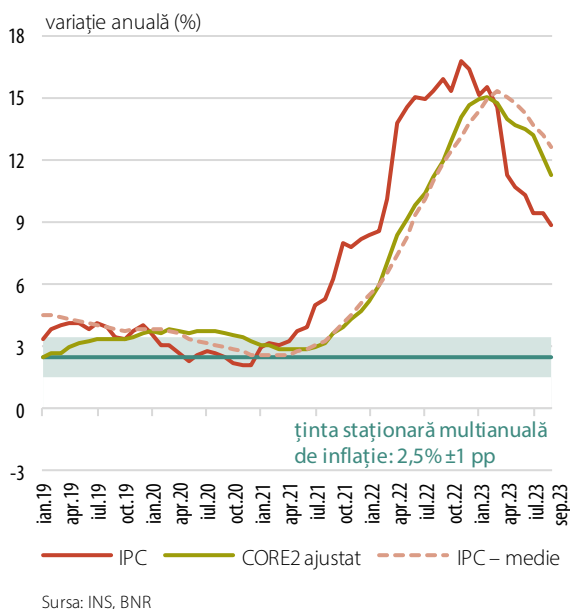
Decizia de politică monetară

Dată fiind perspectiva continuării scăderii ratei anuale a inflației în următorii doi ani, pe o traiectorie mai ridicată însă în 2024 decât cea previzionată anterior, dar ușor mai joasă ulterior, și având în vedere riscurile și incertitudinile asociate acesteia, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 8 noiembrie 2023 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută. Totodată, s-a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (*Lombard*) la 8 la sută și a ratei dobânzii la facilitatea de depozit la 6 la sută. De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC și-a menținut traiectoria descrescătoare de-a lungul trimestrului III, coborând la 8,83 la sută în luna septembrie (-1,42 puncte procentuale față de finele trimestrului anterior). Tendința dezinflaționistă a fost imprimată de segmentul bunurilor alimentare (deopotrivă procesate și neprocesate), în contextul unor recolte relativ abundente la nivel intern și internațional, care au favorizat un parcurs în general benign al cotațiilor materiilor prime agroalimentare; în plus, în cea de-a doua lună a trimestrului a intrat în vigoare măsura de plafonare a adaosului comercial pentru alimentele esențiale. În același timp, efectele statistice au împins tot mai jos variația anuală a prețurilor la energie electrică și gaze naturale. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a beneficiat la rândul ei de evoluția prețurilor alimentelor și și-a accentuat ușor trendul descendent în trimestrul III, până la 11,3 la sută în septembrie (-2,2 puncte procentuale față de iunie); în contrast, inflația bunurilor nealimentare și cea a serviciilor de piață au continuat să se majoreze, inclusiv pe fondul dinamicii înalte a salariilor din economie (Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației



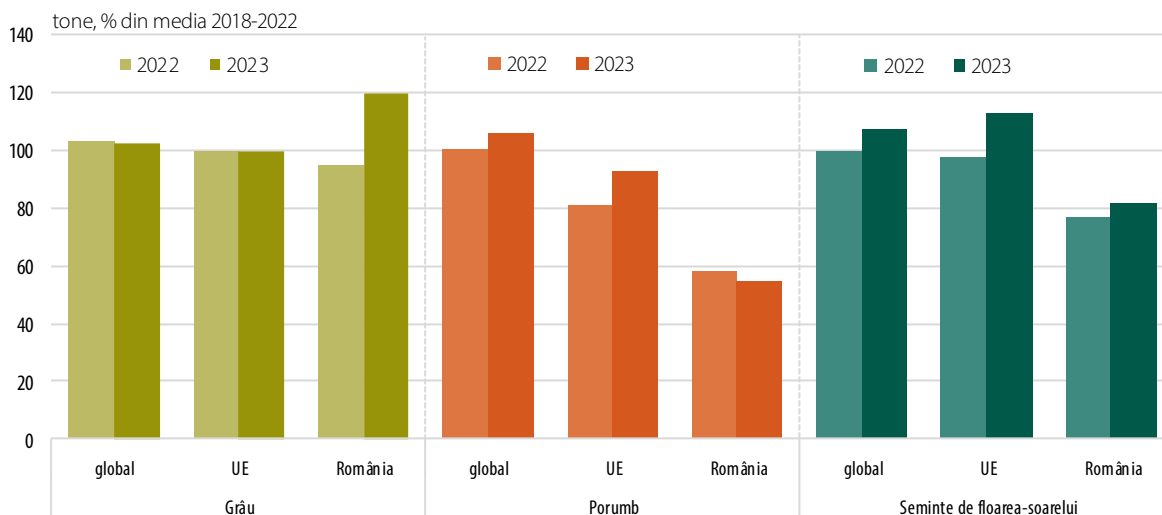
Forța motrice a dezinflației din cel de-al treilea trimestru al anului 2023 o reprezintă parcursul prețurilor produselor alimentare, atât procesate, cât și cu prețuri volatile. Acestea au beneficiat de materializarea unei recolte relativ bogate pe plan intern și extern, ceea ce a permis depășirea cu ușurință a unor șocuri precum decizia Rusiei de a ieși din acordul privind coridorul de transport al cerealelor pe Marea Neagră (Grafic 1.2). În acest context, cotațiile mărfurilor agroalimentare au avut, în general, evoluții favorabile, oferind suport traiectoriei descendente a dinamicii anuale a prețurilor de producție în industria alimentară. Un impact relevant a avut, de asemenea, aplicarea, de la 1 august, a măsurii de plafonare a adaosului comercial pentru o serie de produse alimentare de bază, estimările interne sugerând că doar această măsură a condus la reducerea cu circa 0,6 puncte

procentuale a variației lunare a IPC în luna intrării în vigoare.

În sensul temperării ratei inflației au acționat și prețurile energiei electrice și ale gazelor naturale, pe seama unui efect statistic favorabil, determinat de ieșirea din baza de calcul a scumpirilor din iulie și septembrie 2022; tarifele finale plătite în prezent de consumatorii casnici rămân plafonate până la finele lunii martie 2025,

potrivit legislației în vigoare. O influență contrară au exercitat prețurile combustibililor, restrângerea ofertei¹ plasând cotația Brent pe o traiectorie ascendentă începând din luna iulie (aceasta depășind 95 dolari SUA/baril în septembrie, nivelul maxim din anul curent). În acest context, grupa „energie” și-a redus variația anuală negativă, de la -2,2 la sută în iunie 2023 la -2,0 la sută în septembrie.

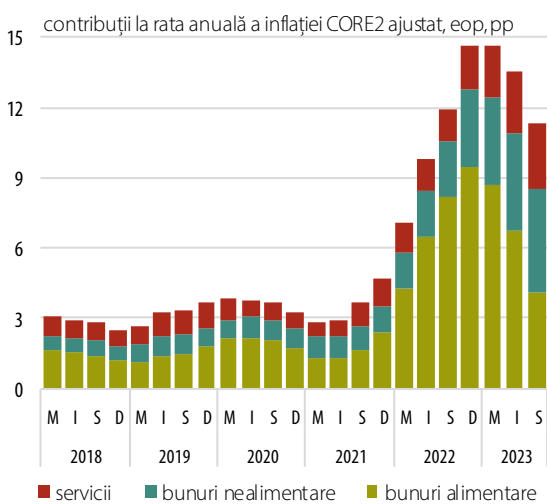
Grafic 1.2. Producția agricolă



Notă: În cazul României, producția de porumb și de semințe de floarea-soarelui pentru întreg anul 2023 a fost extrapolată pe baza datelor provizorii privind producția și suprafața recoltată la nouă luni.

Sursa: INS, USDA

Grafic 1.3. Componentele inflației de bază CORE2 ajustat



Notă: Contribuțiile nu exclud modificările cotelor TVA.

Sursa: INS, calcule BNR

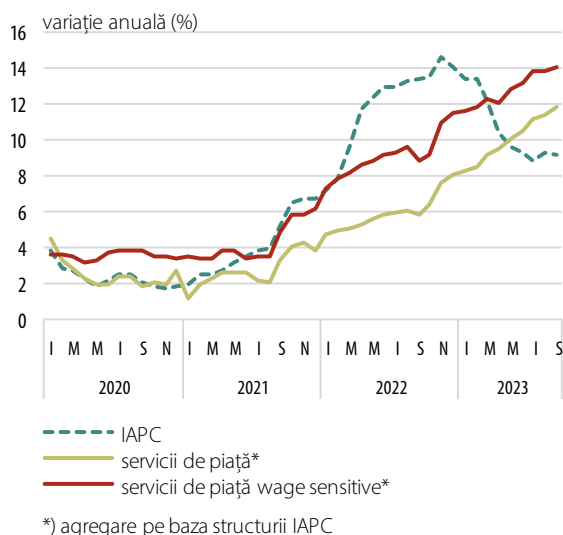
Acțiune inflaționistă a exercitat și categoria produselor cu prețuri administrate, luna august consemnând o scumpire abruptă a medicamentelor (+20,8 la sută în termeni lunari), ca urmare a actualizării *Catalogului național al prețurilor la medicamentele de uz uman eliberate cu prescripție medicală* (demers cu frecvență anuală, dar care nu se derulează la o dată bine stabilită). De asemenea, în perioada iulie-august a fost majorat prețul mediu al produselor din tutun cu circa 2,6 la sută, mișcarea fiind explicată doar parțial de cea mai recentă ajustare în sens crescător a accizei².

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accentuat parcursul descendent în trimestrul III, coborând până la 11,3 la sută în septembrie; încetinirea s-a datorat exclusiv evoluției prețurilor alimentelor

¹ Arabia Saudită a anunțat prelungirea reducerii producției sale de petrol cu încă trei luni, Rusia alăturându-se printr-o extindere a propriilor restricții la export.

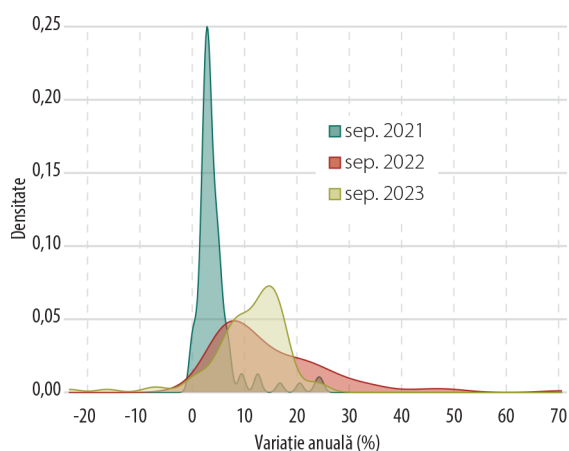
² Evaluările interne sugerează că majorarea accizei din luna aprilie 2023 a fost transpusă doar parțial în cadrul scumpirii pachetului de țigări operate în intervalul aprilie-mai. O nouă scumpire s-a produs în trimestrul III, însă de o amplitudine mai mare decât cea justificată de acea parte a majorării accizei netransmise în prima etapă.

Grafic 1.4. Inflația serviciilor de piață wage sensitive



Sursa: Eurostat, calcule BNR

Grafic 1.5. Distribuția ratelor anuale ale componentelor IPC



Notă: Graficul prezintă distribuția ratelor anuale pentru cele 95 de componente ale coșului de consum publicate de INS, la cele trei momente de timp indicate.

Sursa: INS

procesate, al căror ritm anual a coborât la 10,4 la sută în septembrie (Grafic 1.3). Celelalte două componente ale inflației de bază (mărfuri nealimentare și servicii de piață) au continuat să consemneze dinamici anuale în creștere (până la 12,2 la sută, respectiv 11,5 la sută). Totuși, în cazul bunurilor nealimentare, avansul inflaționist și-a redus amploarea comparativ cu trimestrele precedente – pe de o parte, presiunile din partea prețurilor de import sunt în atenuare, iar pe de altă parte, temperarea consumului populației se reflectă asimetric în structură, cererea pentru bunuri care nu fac parte din categoria celor de strictă necesitate fiind în restrângere vizibilă. De altfel, continuarea tendinței ascendente a ratei anuale de creștere a prețurilor pe acest segment se datorează în foarte mare măsură unei singure grupe – cea a detergenților –, fiind posibil ca modificarea recentă a cadrului european de reglementare a acestei piețe³ să se reflecte în costuri de producție mai ridicate. În cazul serviciilor de piață, principalul factor explicativ în amplificarea dinamicii anuale a prețurilor este reprezentat de serviciile de telefonie, majorarea tarifelor de către unii operatori fiind argumentată prin creșterea costurilor de furnizare. Cu toate acestea, presiunea costurilor salariale rămâne relevantă, în condițiile în care salariul mediu brut din sectorul serviciilor de piață înregistrează în continuare creșteri anuale de două cifre, iar circa jumătate din acest subindice al inflației de bază prezintă sensibilitate ridicată la costul cu forța de muncă⁴ (Grafic 1.4).

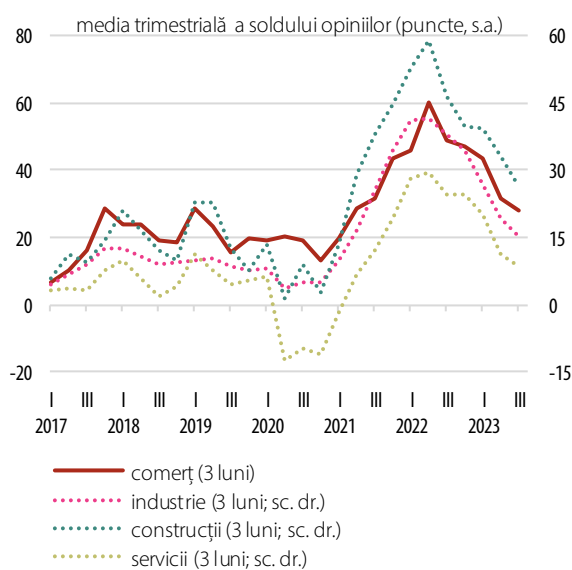
Pe parcursul acestui an, ritmul anual al inflației a decelerat semnificativ (până la valori cu o singură cifră începând cu luna iulie 2023), nivelul din septembrie reprezentând doar 56 la sută din cel

consemnat cu un an în urmă. Decisivă pentru acest trend a fost disiparea influențelor exercitate de turbulențele consemnate pe piețele materiilor prime în cursul anului anterior, astfel încât creșterile înalte ale prețurilor componentelor coșului de consum și-au diminuat frecvența (Grafic 1.5). Totuși, distribuția modificărilor de preț nu a

³ Este vizată reducerea amprentei ecologice prin utilizarea de recipiente refolosibile, restricționarea adăugării de microplastice (care se regăsesc, de exemplu, în capsulele de detergenți) sau completarea informațiilor disponibile pe ambalajele detergenților.

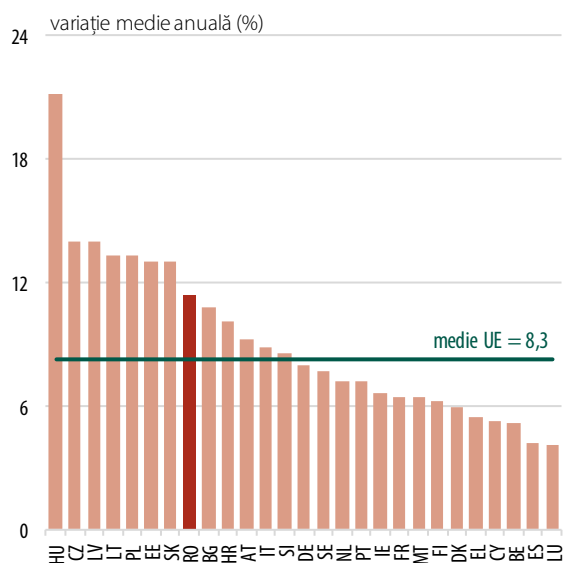
⁴ Pentru aproximativ jumătate din serviciile de piață, raportul între remunerarea salariaților și cifra de afaceri depășește 20 la sută.

Grafic 1.6. Anticipații privind evoluția prețurilor



Sursa: CE-DG ECFIN

Grafic 1.7. IAPC mediu anual în UE – sep. 2023



Sursa: Eurostat

consemnat o deplasare în manieră uniformă către stânga, în direcția unor dinamici mai reduse, ceea ce semnalează persistența presiunilor inflaționiste în economie.

Așteptările pe termen scurt privind evoluția prețurilor și-au continuat corecția pe parcursul trimestrului III în cazul tuturor agenților economici (Grafic 1.6). Anticipațiile analiștilor bancari privind rata inflației pe orizont de un an s-au menținut la o valoare similară celei din runda anterioară, în timp ce pentru orizontul de doi ani acestea au fost revizuite ușor descendent, cel din urmă indicator situându-se în proximitatea limitei superioare a intervalului țintei staționare.

Totodată, rata medie anuală a inflației a continuat să scadă în trimestrul III, până la 12,6 la sută în cazul indicatorului calculat pe baza structurii IPC, respectiv până la 11,4 la sută în cazul celui calculat pe baza metodologiei IAPC (-1,6 puncte procentuale, respectiv -1,1 puncte procentuale față de finele trimestrului anterior). Decalajul față de inflația medie din Uniunea Europeană se menține la nivelul înregistrat în trimestrul precedent, iar România continuă să se poziționeze, din punct de vedere al valorii inflației medii IAPC, pe o poziție mai favorabilă comparativ cu majoritatea statelor din regiune (Grafic 1.7).

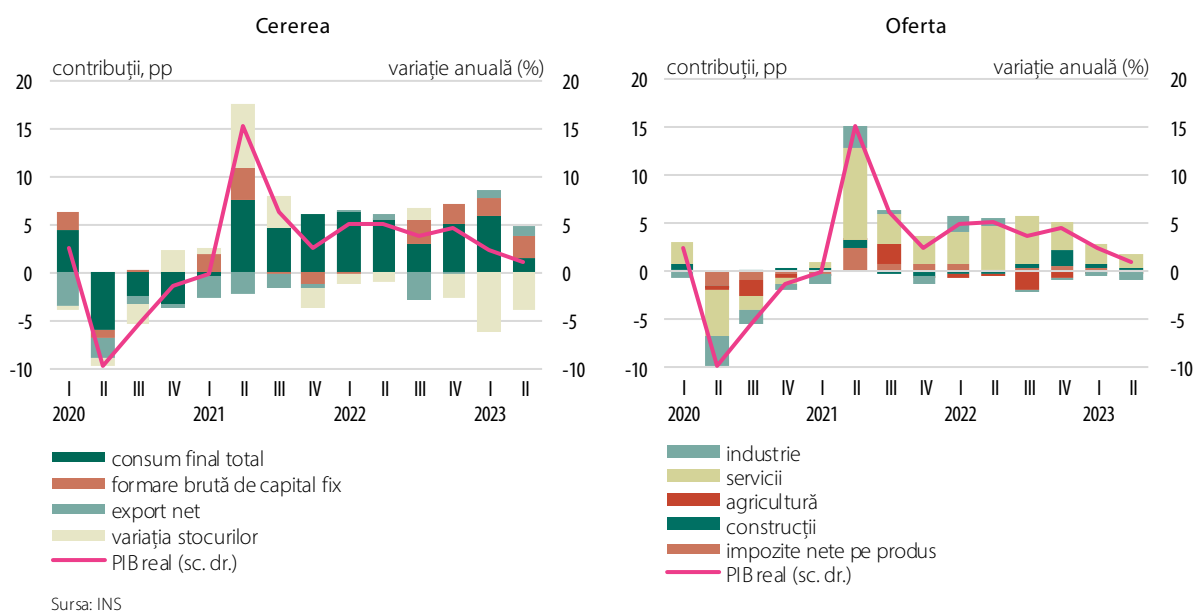
Rata anuală a inflației IPC la finele trimestrului III 2023 a consemnat un nivel efectiv marginal inferior celui anticipat în ediția din luna august a *Raportului asupra inflației* (-0,1 puncte procentuale).

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

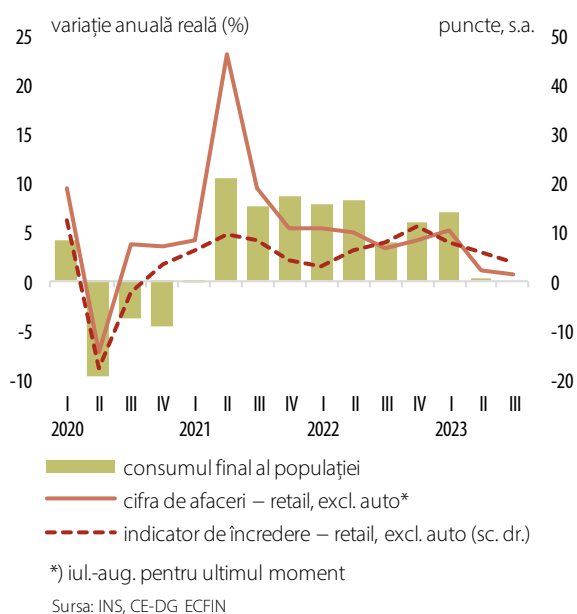
În trimestrul II, economia românească a continuat să încetinească, rata anuală de creștere a PIB real ajungând la 1 la sută în termeni anuali (-1,4 puncte procentuale față de primele trei luni ale anului). Din perspectiva cererii, temperarea s-a datorat consumului, în timp ce investițiile și exportul net și-au accentuat contribuția pozitivă (Grafic 2.1).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



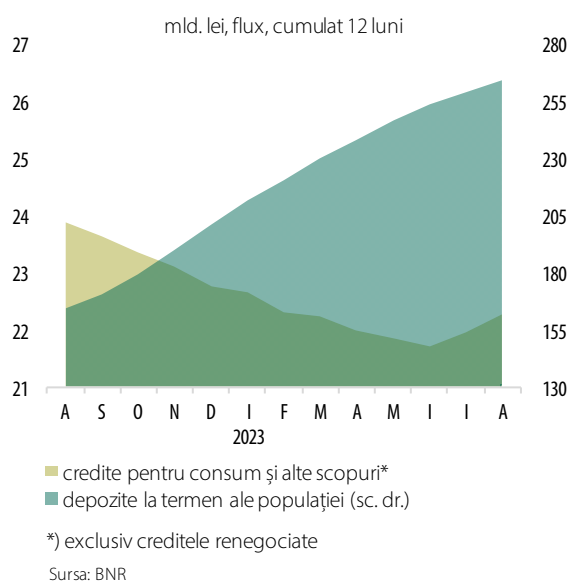
Consumul populației a stagnat la nivelul din trimestrul II al anului 2022 (după un avans de 7 la sută în perioada ianuarie-martie), evoluție imprimată, în bună măsură, de atenuarea impulsului oferit de majorarea unor categorii de venituri (salariul minim, punctul de pensie) la începutul anului 2023, precum și de reducerea forței de tracțiune a principalelor strategii utilizate de gospodării pentru menținerea relativ stabilă a volumului achizițiilor de bunuri, într-un context economic inflaționist (*downtrading*, interes mai pronunțat pentru magazine de tip discount, atenție sporită acordată campaniilor promoționale). În consecință, dinamica activității din comerțul cu amănuntul a încetinit semnificativ (-4,2 puncte procentuale, până la 1,1 la sută), atât pe seama achizițiilor de bunuri durabile, cât și a celor de bunuri de uz curent. În primul caz, notabilă este restrângerea cumpărărilor de mobilă, electronice și electrocasnice (cu 0,6 la sută în termeni anuali), inclusiv pe fondul scăderii investițiilor

Grafic 2.2. Consumul populației



pe segmentul rezidențial și al accesului îngreunat la finanțare bancară, în contextul ratelor înalte ale dobânzilor la creditele de consum. Pe segmentul bunurilor de uz curent, un aport semnificativ a revenit decelerării comerțului alimentar (până la 1,8 la sută, un sfert din ritmul anual înregistrat în trimestrul I). În această privință, informațiile din piață semnalează reduceri ale achizițiilor pe anumite categorii, cum ar fi snacksuri, dulciuri, băuturi (alcoolice și nealcoolice), acestea fiind opțiuni de consum frecvent adoptate de populație în perioade de reconfigurare a bugetelor. În același context se înscrie și noua pierdere de ritm înregistrată de încasările din servicii de piață prestate populației (până la 5,1 la sută, variație anuală), Grafic 2.2.

Grafic 2.3. Creditele de consum și depozitele la termen ale populației



În perioada imediat următoare, perspectivele rezervate cu privire la evoluția economiei (inclusiv în contextul discuțiilor legate de modificarea Codului fiscal) vor afecta suplimentar cererea de consum, fiind deja vizibilă în rândul populației o accentuare a procesului de optimizare a cheltuielilor, ilustrată inclusiv de extinderea economisirii bancare (creștere anuală nominală de peste 44 la sută a stocului depozitelor la termen ale populației, în trimestrele II-III), Grafic 2.3. În același timp, indicatorul de încredere al firmelor din comerț a suferit o nouă scădere (până la 4,9 puncte în trimestrul III).

Execuția bugetului general consolidat s-a soldat în trimestrul II 2023 cu un deficit de 14,5 miliarde lei (echivalent cu 0,9 la sută din PIB), semnificativ mai mare decât cel din trimestrul II 2022, de 7,8 miliarde lei (0,6 la sută din PIB). În raport cu primele trei luni ale anului, deficitul bugetar a înregistrat însă o scădere în trimestrul II⁵, la fel ca în 2022, dar în contrast cu tiparul din anii precedenți. Scăderea a fost

rezultanta plusului de venituri bugetare realizat în acest interval⁶, prioritar cu aportul

⁵ În trimestrul I 2023, execuția bugetară s-a soldat cu un deficit de 22,8 miliarde lei (1,4 la sută din PIB).

⁶ Creșterea a fost mai pronunțată față de cea consemnată în trimestrul II 2022, dinamica anuală reală a veniturilor revenind în teritoriul pozitiv, la 3,1 la sută (de la -4,6 la sută în trimestrul precedent).

încasărilor din impozitul pe profit^{7,8}, care l-a devansat semnificativ pe cel consemnat de cheltuielile bugetare totale⁹, în principal pe seama celor de capital¹⁰.

În trimestrul III, execuția bugetară și-a temperat ritmul deteriorării în raport cu perioada similară a anului trecut, generând un deficit de 19,2 miliarde lei (1,2 la sută din PIB), față de valoarea de 18,2 miliarde lei consemnată în trimestrul III 2022 (1,3 la sută din PIB).

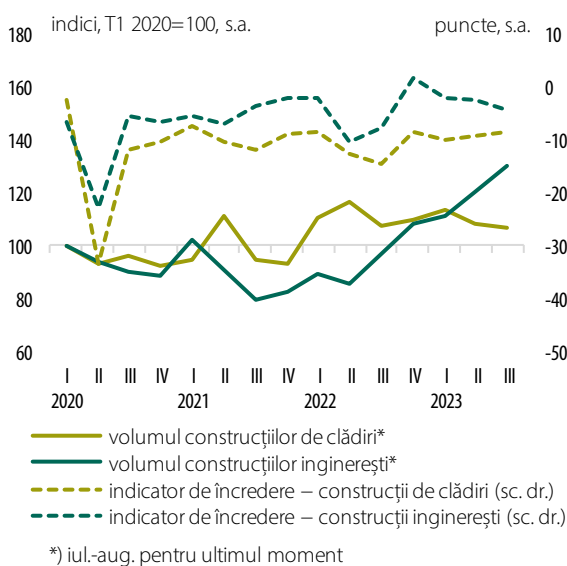
Pe ansamblul primelor nouă luni din anul curent, deficitul bugetar s-a mărit însă la 56,5 miliarde lei (3,5 la sută din PIB), depășindu-l considerabil pe cel cumulat la finele intervalului similar din 2022 (41,7 miliarde lei, echivalent cu 3,0 la sută din PIB).

Formarea brută de capital fix și-a menținut parcursul solid, avansul de 9,1 la sută în termeni anuali conferind acestei poziții un aport de 2,3 puncte procentuale la creșterea PIB real, pe fondul extinderii în continuare a investițiilor în construcții și al intensificării achizițiilor de echipamente (inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții publice). Pe termen scurt, acumulările de capital fix își vor păstra

probabil dinamica pozitivă, având în vedere nivelul relativ înalt al influxurilor nete de ISD sub forma participațiilor la capital, inclusiv profituri reinvestite (5,5 miliarde euro în perioada ianuarie-august 2023, valoare estimată), precum și accelerarea intrărilor de fonduri europene în contextul apropiierii de final a perioadei de absorbție aferente CFM 2014-2020¹¹. În ceea ce privește finanțarea prin PNRR, luna septembrie a consemnat încasarea a circa 2,7 miliarde euro (în urma aprobării parțiale de către Comisia Europeană a celei de a doua cereri de plată), până la sfârșitul acestui an fiind puțin probabilă intrarea unei alte tranșe.

Investițiile în construcții s-au extins cu 8,8 la sută (variație anuală)¹², pe fondul menținerii parcursului remarcabil al lucrărilor ingineresti (37,4 la sută) atât la nivelul infrastructurii de transport (rutier și aerian), cât și al proiectelor de modernizare/extindere a

Grafic 2.4. Construcții



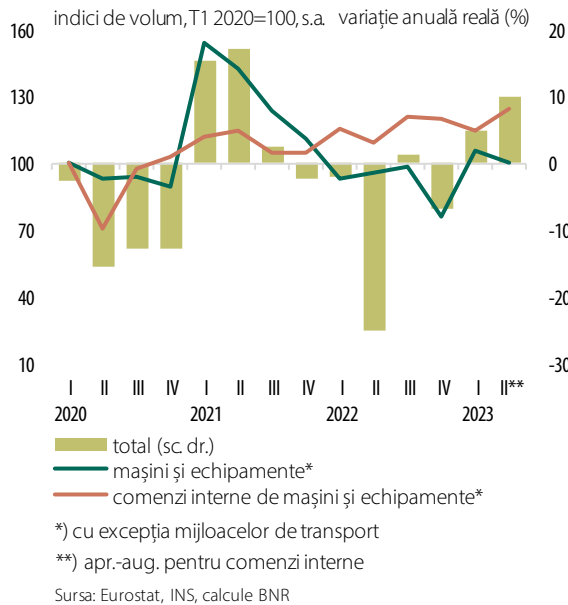
Sursa: INS, CE-DG ECFIN

- 7 Inclusiv ca urmare a unui efect de calendar, în condițiile prelungirii până în luna iunie a termenului de plată a impozitului pe profit aferent anului fiscal precedent, similar anului 2022 (anterior, termenul stabilit fiind luna martie).
- 8 Contribuții pozitive, dar mai reduse, au avut creșterile de încasări din contribuții de asigurări și din accize (inclusiv pe fondul majorării accizei la țigarete), în timp ce influențe de sens opus au venit din comprimarea veniturilor din TVA, atribuibilă însă și amplificării rambursărilor de taxă.
- 9 În trimestrul II 2022, cheltuielile bugetare au crescut doar marginal față de trimestrul anterior, astfel încât în trimestrul II 2023 dinamica anuală reală a acestora a reintrat consistent în teritoriul pozitiv (7,3 la sută, de la -0,6 la sută în trimestrul I 2023), depășind-o chiar pe cea a veniturilor bugetare totale.
- 10 Influențe de sens opus au decurs din diminuarea cheltuielilor cu asistența socială – în principal pe seama efectului de bază asociat acordării în trimestrul anterior a unor ajutoare/indemnizații pensionarilor cu venituri reduse și persoanelor cu dizabilități –, precum și a celor cu dobânzile.
- 11 La sfârșitul lunii septembrie 2023, rata de absorbție a fondurilor de natura transferurilor de capital era de 83,4 la sută, România având la dispoziție încă 4,25 miliarde euro – calcule pe baza Balanței Financiare Nete.
- 12 Potrivit datelor de conturi naționale privind formarea brută de capital fix.

rețelelor de termoficare, apă și canalizare. Construcțiile de clădiri și-au restrâns volumul (cu 7,5 la sută, variație anuală), iar traiectoria se va prelungi probabil, investitorii manifestând reticență în demararea unor proiecte imobiliare noi, într-un context marcat de menținerea condițiilor restrictive de creditare și de întârzierea soluționării unor probleme de natură legislativ-juridică. Dinamica anuală a lucrărilor de construcții

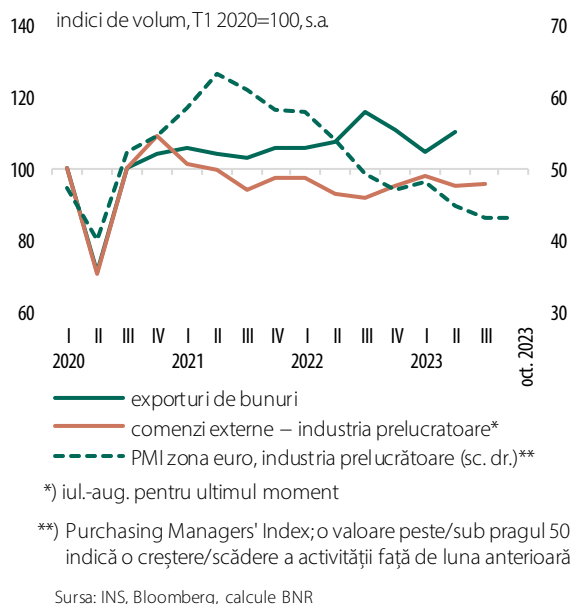
va rămâne modestă și pe segmentul nerezidențial, având în vedere efectul de bază asociat performanței deosebite din anul 2022 (Grafic 2.4).

Grafic 2.5. Investiții, exclusiv construcții



Investițiile în echipamente s-au extins cu 11,7 la sută în termeni anuali (cu 3,2 la sută, dacă se exclud mijloacele de transport cumpărate de companii și instituții publice), Grafic 2.5. Evoluția continuă să fie asociată unor importuri dinamice, deși, comparativ cu anul 2022, producția locală pare să-și fi îmbunătățit reacția la creșterea cererii de mașini și utilaje¹³, după cum sugerează majorarea, cu aproape 11 la sută (variație anuală), înregistrată în perioada aprilie-august de volumul comenzilor interne adresate producătorilor locali de bunuri de capital, cu excepția echipamentelor de transport. Se detașează, din nou, ca anvergură preocuparea pentru creșterea capacității de producție a energiei regenerabile, fiind vizate atât proiecte noi de mare dimensiune (mai ales parcuri fotovoltaice), cât și investiții pentru producerea de energie „verde” destinată consumului propriu al companiilor și populației.

Grafic 2.6. Exporturi



Exporturile de bunuri și-au majorat volumul cu 0,6 la sută în termeni anuali, în bună măsură pe seama unor influențe conjuncturale (Grafic 2.6). Astfel, livrările de materii prime agricole au consemnat un salt amplu (+28,3 la sută), posibil în asociere cu apropierea perioadei de recoltare din acest an, fapt care impune eliberarea spațiilor de depozitare. O contribuție pozitivă suplimentară a venit, și în acest trimestru, exporturilor de gaze naturale, pe fondul reducerii consumului industrial intern și al creșterii producției locale¹⁴. În schimb, menținerea nivelului fragil al cererii de bunuri la nivel european, precum și întârzierea redresării ramurilor locale energointensive s-au reflectat într-o nouă scădere a exporturilor de bunuri industriale

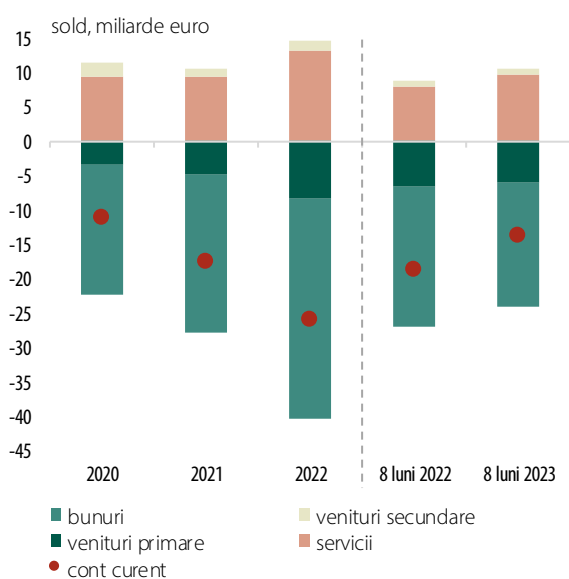
¹³ Diferențialul pozitiv între ritmul anual de volum al importurilor de bunuri de capital (cu excepția mijloacelor de transport) și cel al cifrei de afaceri industriale pentru piața internă pe același segment a coborât la 3,1 puncte procentuale în semestrul I 2023, față de 7,3 puncte procentuale în anul 2022.

¹⁴ La nivelul primelor nouă luni din anul 2023, poziția de importator net a României s-a îmbunătățit comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent, de la 1,6 miliarde mc la 0,2 miliarde mc.

neenergetice (cu 8,8 la sută în trimestrul II, variație anuală), în special pe segmentul produselor de folosință îndelungată (-10,4 la sută) și pe cel al unor bunuri intermediare din industria metalurgică, a lemnului sau din cea a materialelor de construcții.

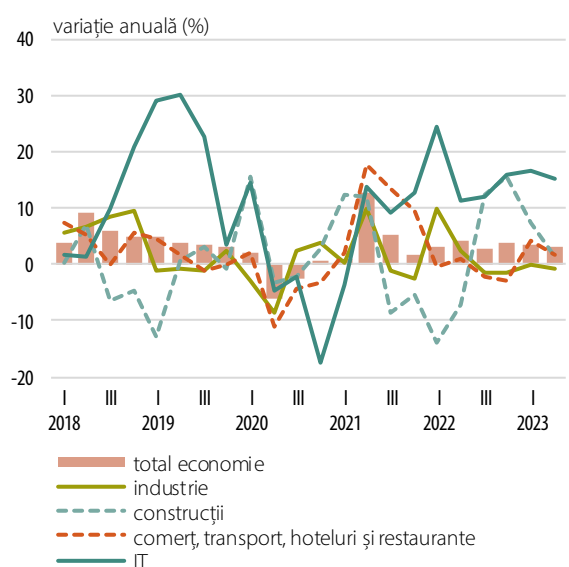
O reducere de volum au înregistrat și importurile (-3,7 la sută), mai accentuată față de cea din trimestrul I. Evoluția a fost localizată în principal la nivelul bunurilor durabile (mobilă) și al unor bunuri intermediare (materii prime agricole, lemn, anumite produse chimice folosite ca input în industria respectivă, minereuri de fier, metale sub forme primare). Creșteri au consemnat în special importurile de produse

Grafic 2.7. Contul curent



Sursa: BNR

Grafic 2.8. Productivitatea muncii în economie



Sursa: INS, calcule BNR

petroliere (posibil pe seama întreruperii activității unei importante rafinării locale în luna aprilie pentru lucrări de revizie), cele de componente electronice (grupă care include panourile fotovoltaice), precum și cele de bunuri de uz curent – cu circa 4 la sută, pe seama achizițiilor de produse alimentare (carne, zahăr), cosmetice și medicamente.

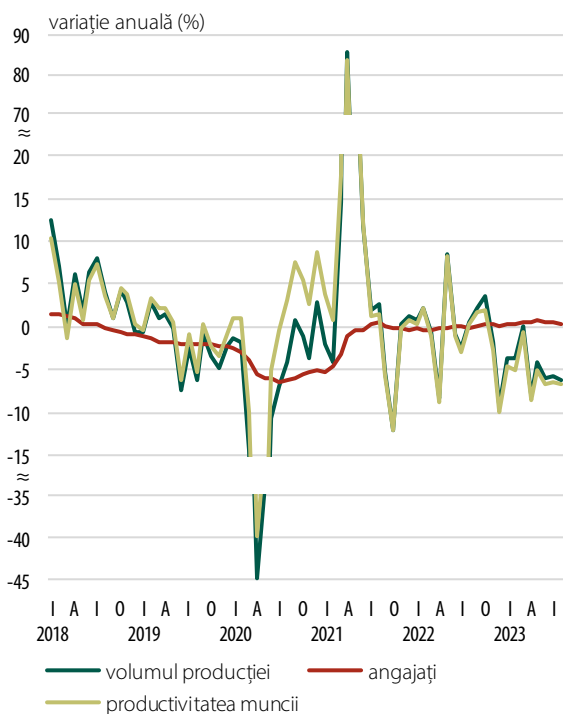
Cele mai recente date privind comerțul internațional de bunuri indică faptul că în intervalul ianuarie-iulie diferența dintre ritmul anual al volumului exporturilor de bunuri și cel al importurilor a fost de 5,7 puncte procentuale, fapt care s-a regăsit în restrângerea deficitului bunurilor. Influența a fost însă erodată de efectul componenteii de preț, în contextul în care creșterea anuală a valorii unitare a exporturilor a fost ușor devansată de cea a importurilor. Soldul comercial a continuat să se îmbunătățească, astfel încât, în primele opt luni, deficitul bunurilor a coborât la 18 miliarde euro (-12,4 la sută față de perioada similară a anului 2022). Acest efect favorabil s-a conjugat cu o nouă creștere a surplusului aferent balanței serviciilor (+21,3 la sută), rezultând o scădere a deficitului contului curent (până la 13,8 miliarde euro, -25,6 la sută în termeni anuali), Grafic 2.7.

Productivitatea muncii

Dinamica anuală a productivității muncii pe ansamblul economiei a continuat să se reducă în trimestrul II 2023 până la 3 la sută (-0,6 puncte procentuale față de intervalul precedent). Evoluții de același sens au fost consemnate la nivelul majorității activităților (industrie, construcții, comerț, agricultură), pe măsură ce temperarea cererii se răsfrânge asupra tot mai multor ramuri economice (Grafic 2.8).

În industrie, intervalul aprilie-iunie a reprezentat al șaptelea trimestru consecutiv de restrângere a productivității în termeni anuali, aducând o adâncire în teritoriul negativ a indicatorului (-6,4 la sută), cu o dinamică similară și în lunile următoare (-6,3 la sută în medie în perioada iulie-august). Evoluțiile din plan local sunt strâns legate de perioada dificilă traversată de industria statelor UE (și în particular de industria germană), dat fiind gradul ridicat de integrare dintre sectorul manufacturier intern și cel european. Invazia Ucrainei și situația geopolitică tensionată la nivel global au catalizat anumite reconfigurări ale lanțurilor de valoare adăugată, aducând în prim-plan nevoia unei modificări a modelului industrial comunitar, bazat într-o măsură consistentă pe piețe de aprovizionare și desfacere circumscrise unor regimuri cu care parteneriatele pe termen lung sunt greu de conceput la momentul actual; cel mai evident exemplu în acest sens vizează nevoia de adaptare la noul context dat de absența importurilor ieftine de energie din Rusia. În plus, există semnale că politicile economice bazate pe subvenții care au fost implementate de economii cu importanță globală, în scopul atragerii de noi investiții și compatibilizarea proceselor de producție cu țintele de emisii de carbon asumate, au determinat unele firme europene să opteze pentru construirea unor noi fabrici în țări competitori și nu în spațiul comunitar. Bineînțeles, toate aceste presiuni de ordin structural se suprapun unui context caracterizat de înăsprirea condițiilor financiare, ceea ce se răsfrânge asupra cererii agregate.

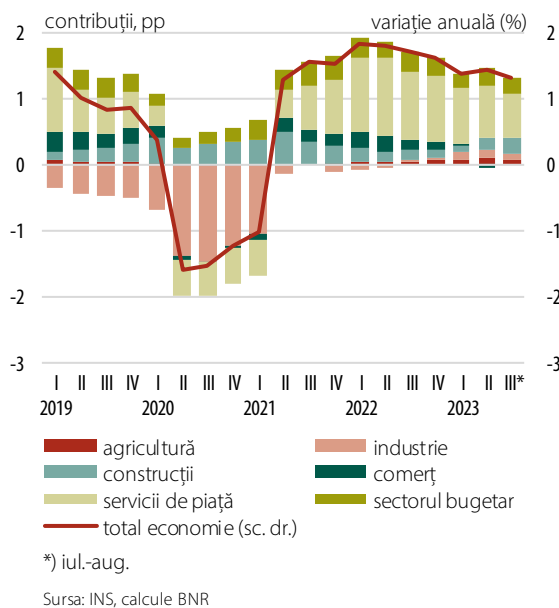
Grafic 2.9. Productivitatea muncii în industria prelucrătoare



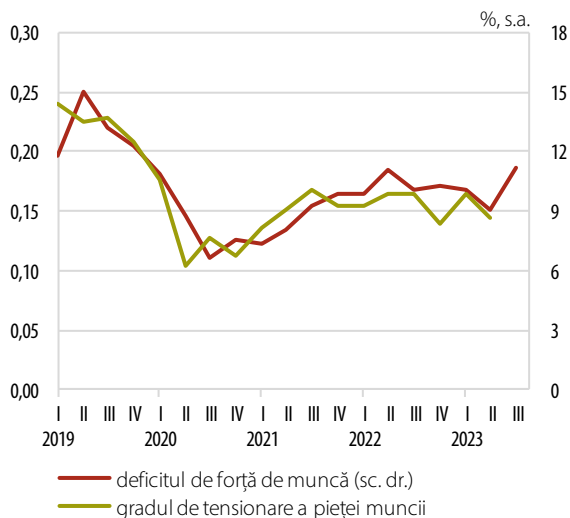
În sectorul industrial autohton, numai două ramuri manufacturiere dintr-un total de 24 mai consemnau câștiguri de productivitate în termeni anuali în trimestrul II 2023, în timp ce indicatorul privind gradul de utilizare a capacităților de producție se situa sub nivelul de 70 la sută pentru al doilea trimestru consecutiv (valori minime ale seriei istorice de date¹⁵). Totuși, operatorii din sectorul prelucrător nu au recurs la ajustări semnificative ale efectivului de salariați, în anumite sectoare având loc chiar extinderi ale schemelor de personal, ceea ce a contribuit suplimentar la declinul productivității (Grafic 2.9). Într-o perspectivă mai îndelungată, înclinația producătorilor către retenția personalului sugerează încrederea în potențialul de revenire a cererii, aceștia fiind dispuși să își asume, temporar, unele pierderi în planul productivității. Într-un registru similar, cele mai recente date publicate în cadrul sondajului DG ECFIN relevă o oarecare redresare a încrederii în industrie, posibil în corelație cu traiectoria ascendentă observată în planul comenzilor noi adresate segmentului prelucrător în ultimele luni.

¹⁵ Cu excepția T2 2020.

Grafic 2.10. Efectivul salariaților din economie



Grafic 2.11. Gradul de tensionare a pieței muncii



Evoluții pe piața muncii

În pofida încetirii activității economice, piața muncii a continuat să manifeste reziliență pe parcursul trimestrului II 2023. Cererea de forță de muncă și rata șomajului au rămas relativ neschimbate, iar dinamica salarială s-a menținut alertă.

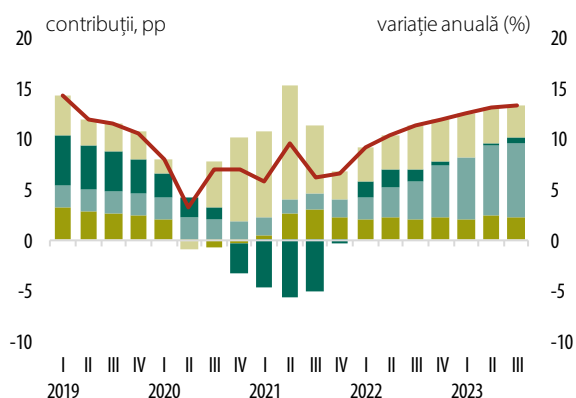
Variația anuală a efectivului de salariați din economie a rămas la 1,4 la sută în perioada aprilie-iunie 2023, nivel consemnat și în trimestrul I. O intensificare a ritmului angajărilor a avut loc în sectorul construcțiilor, antrenată, cel mai probabil, de segmentul lucrărilor ingineresti, date fiind proiectele de infrastructură aflate în derulare. O creștere marginală a schemelor de personal s-a consemnat și în industrie. Dincolo de aportul pozitiv al unor ramuri cu evoluții ceva mai favorabile prin raportare la medie, precum industria auto, cea de fabricare a electronicelor și sectorul alimentar, dimensiunea disponibilizărilor pare a fi în continuare limitată de menținerea comportamentului prudent în rândul operatorilor economici care se confruntă cu restrângeri de producție, aceștia preferând să rețină, pe cât posibil, resursa umană¹⁶. Relevante în acest sens rămân ramurile energointensive, industria ușoară, cea a mobilei și prelucrarea lemnului, unde ajustarea forței de muncă continuă să fie restrânsă comparativ cu amploarea contracției activității. La nivelul serviciilor s-a înregistrat o încetinire a ritmului anual de creștere a numărului angajaților, în comerț având loc chiar o trecere în teritoriul negativ (-0,3 la sută în intervalul aprilie-iunie, față de +0,2 la sută în trimestrul I), în linie cu evoluția activității. În sectorul bugetar s-a consemnat o extindere a schemei de personal, în principal în domeniul sanitar (Grafic 2.10).

Rata locurilor de muncă vacante a coborât la 0,8 la sută în trimestrul II (-0,1 puncte procentuale față de intervalul precedent; indicatorul a fost relativ constant în ultimul an, plasându-se la 0,8-0,9 la sută).

¹⁶ Această abordare poate fi atribuită faptului că firmele anticipează că situația economică fragilă de la nivel global este una tranzitorie, iar costurile de concediere și reangajare ar putea fi mai ridicate decât cele de păstrare a forței de muncă, având în vedere carențele structurale ale pieței. De altfel, preocuparea privind deficitul de personal calificat este reflectată și de rezultatele sondajului DG ECFIN privind factorii care limitează producția.

Această evoluție, alături de menținerea ratei șomajului BIM în jurul nivelului de 5,5 la sută (date lunare, ianuarie-iunie 2023) sugerează o anumită stabilizare a gradului de tensionare a pieței muncii. În același timp însă, conform celui mai recent sondaj DG ECFIN (septembrie), îngrijorările companiilor privind problema lipsei de personal s-au intensificat în trimestrul III 2023 (Grafic 2.11).

Grafic 2.12. Evoluția salariului mediu brut pe economie¹⁷



Notă: În această specificație a curbei Phillips pe piața muncii, dinamica salariilor este determinată de productivitatea muncii, condițiile de pe piața muncii și anticipațiile privind inflația ale participanților pe piața muncii (presupuse adaptive), astfel:

$$\Delta \text{salariu mediu brut}_t = \beta_1 \Delta \text{salariu mediu brut}_{t-1} + \beta_2 \Delta \text{productivitatea muncii}_t + \beta_3 \Delta \text{IPC}_{t-2} + \beta_4 \Delta \text{rata șomajului BIM}_{t-2} + \text{alți factori}$$

Variațiile sunt approximate prin diferențe de logaritmi.

Sursa: INS, Eurostat, estimări și prognoze BNR

Cele mai recente date (iulie-august 2023) nu relevă modificări notabile ale condițiilor de pe piața muncii: rata șomajului a rămas în jurul a 5,5 la sută, iar variația anuală a numărului de salariați din economie s-a temperat marginal, până la 1,3 la sută. Așteptările companiilor privind ocuparea susțin ideea unei atenuări a ritmului angajărilor, indicatorul DG ECFIN diminuându-se în perioada iulie-septembrie 2023 până la 106,6 puncte (107,3 puncte în trimestrul II).

Rata anuală de creștere a salariului mediu brut pe economie a accelerat ușor în intervalul iulie-august 2023, urcând până la 14,3 la sută (+0,3 puncte procentuale față de trimestrul II), dar în sectorul privat, dinamica salarială s-a restrâns vizibil, până la 13,9 la sută (-1,4 puncte procentuale față de trimestrul II). Evoluția salariilor din mediul privat a continuat să reflecte inflația ridicată din perioadele anterioare, în condițiile în care salariile reacționează cu o anumită întârziere la dinamica prețurilor, în timp ce productivitatea muncii și-a redus influența, în contextul încetinirii activității economice

(Grafic 2.12). În ultima parte a anului este de așteptat o reacelerare a dinamicii salariale în mediul privat, ca urmare a creșterii salariului minim¹⁸. În sectorul bugetar, rata anuală de creștere a salariilor a urcat abrupt în intervalul iulie-august (15,7 la sută, față de 9,5 la sută în trimestrul II și 5,6 la sută în trimestrul I), evoluția datorându-se în cea mai mare parte majorărilor acordate în învățământ și, într-o proporție mai moderată, celor din administrația publică.

¹⁷ Rezultatele estimării prezintă anumite modificări față de edițiile anterioare ale *Raportului asupra inflației*, ca urmare a revizuirii datelor de conturi naționale de către INS (potrivit comunicatului publicat în data de 12 octombrie 2023).

¹⁸ Începând cu 1 octombrie 2023 salariul minim brut pe economie s-a majorat de la 3 000 de lei la 3 300 de lei, urmând să fie legiferate și creșterile salariului minim brut care vizează, în mod diferențiat, sectorul construcțiilor, agricultura și industria alimentară.

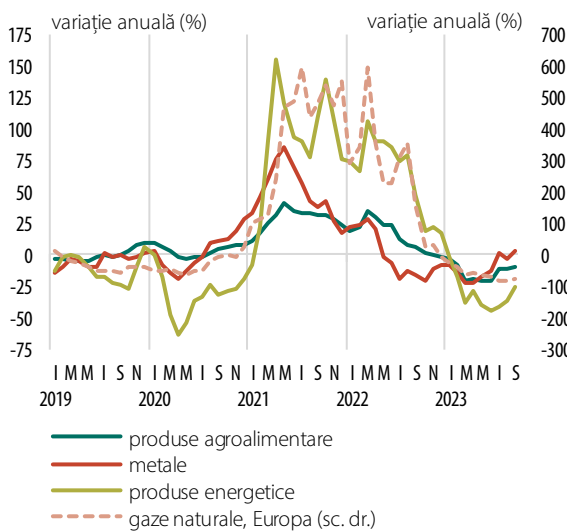
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă

În trimestrul II 2023, evoluția prețurilor de import și a celor de producție (industriale și agricole) relevă continuarea atenuării presiunilor inflaționiste, dată fiind detensionarea piețelor externe ale materiilor prime. În linii mari, această influență s-a manifestat și în perioada următoare, cu toate că prețul petrolului s-a plasat pe o traiectorie ascendentă începând cu luna iulie. Pe acest fond, în intervalul iulie-august prețurile de producție au consemnat scăderi anuale; în cazul celor industriale, intrarea în teritoriul negativ a reflectat, de asemenea, puternice efecte de bază pe segmentul energetic, în timp ce recoltele favorabile au contribuit la adâncirea contracției anuale a prețurilor agricole.

2.1. Prețurile de import

Păstrarea perspectivei rezervate cu privire la activitatea globală s-a reflectat în menținerea variației anuale negative a cotațiilor materiilor prime pe piețele

Grafic 2.13. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, calcule BNR

internaționale în trimestrele II și III, indicele agregat publicat de Banca Mondială consemnând contracții de 32,2 la sută și respectiv 27,4 la sută (Grafic 2.13). În pofida fragilității cererii mondiale, în ultimele luni cotațiile materiilor prime energetice s-au situat pe o traiectorie crescătoare (+8,6 la sută față de trimestrul anterior), în primul rând pe seama unor factori de natura ofertei. Astfel, cotația Brent și-a continuat ascensiunea începută în luna iulie, depășind nivelul de 95 dolari SUA/baril în cursul lunii septembrie, în contextul deciziei Arabiei Saudite de a prelungi reducerea unilaterală a producției sale de petrol cu încă trei luni și al extinderii propriilor restricții la export de către Rusia. O creștere a cotațiilor s-a remarcat și în cazul cărbunelui și al gazelor naturale, în special în Europa, explicată de efectul sezonier al aprovizionării pentru iarnă; amplitudinea mișcării ascendente a fost însă mult inferioară celei din anul anterior, date fiind nivelurile confortabile ale

stocurilor de gaze naturale din acest an (în Europa ținta de 90 la sută asumată de UE pentru 1 noiembrie a fost depășită încă din septembrie).

Lipsa de vigoare din sectorul manufacturier a limitat presiunile de creștere a cotațiilor metalelor industriale (inclusiv produse minerale), valorile consemnate pe parcursul trimestrului III fiind comparabile cu cele din aceeași perioadă a anului anterior (ușor mai reduse însă comparativ cu trimestrul precedent). Un oarecare optimism asociat măsurilor de sprijinire a sectorului construcțiilor din China s-a reflectat asupra prețurilor unor categorii precum aluminiul și minereul de fier în ultima parte a intervalului.

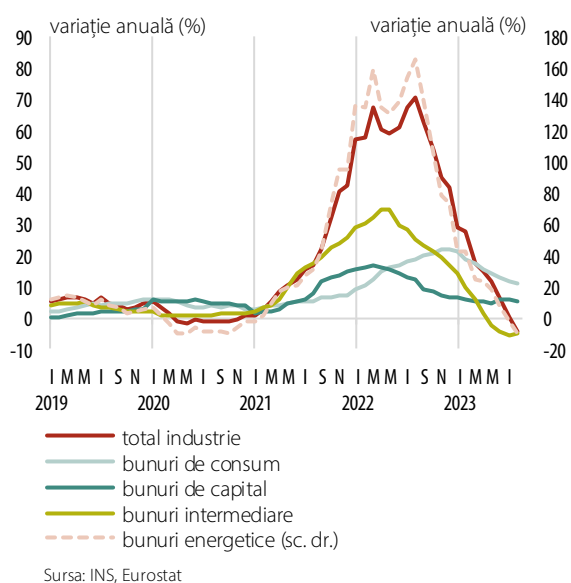
În cazul materiilor prime alimentare, variația anuală a indicelui FAO s-a menținut în teritoriul negativ în trimestrul III, la -11,3 la sută, restrângerea contracției față de trimestrul II (-20,5 la sută) fiind în mare măsură atribuită unui efect de bază. În structură, în luna iulie s-au remarcat totuși puseuri de creștere a prețurilor semințelor oleaginoase, pe fondul expirării acordului care viza transportul de mărfuri provenite din Ucraina pe Marea Neagră; perspectiva pozitivă a recoltei în Europa și SUA a favorizat corectarea parțială a creșterilor respective în perioada următoare.

În corelație cu evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime, în trimestrul II 2023 indicele anual al valorii unitare a importurilor și-a păstrat traiectoria descendentă, devenind subunitar (99,5 la sută, față de 106,1 la sută în trimestrul anterior). O contribuție a revenit și aprecierii în termeni anuali a monedei naționale față de dolarul SUA, a cărei influență a fost vizibilă mai ales la nivelul combustibililor și al produselor petroliere; totuși, în perioada următoare este foarte probabilă o accelerare a IVU pentru acest tip de bunuri, dată fiind tendința cotației țiteiului. În același timp, IVU aferent metalelor comune a devenit subunitar, reflectând scăderea cotațiilor acestora pe piețele internaționale, în condițiile lipsei de dinamism a activității industriale.

În ceea ce privește bunurile relevante pentru coșul de consum, decelerări s-au observat atât pe segmentul alimentar, în unele cazuri până la valori subunitare (în cazul grăsimilor), cât și pe cel nealimentar, remarcându-se produsele farmaceutice¹⁹ și cele de igienă (diminuare de peste 7 puncte procentuale și respectiv 9 puncte procentuale).

2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

Grafic 2.14. Prețurile producției industriale pentru piața internă



În intervalul iulie-august, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă și-a păstrat traiectoria descendentă, coborând până la valori negative (-1,9 la sută, -12,8 puncte procentuale față de trimestrul II, Grafic 2.14). Mișcarea a încorporat puternice efecte de bază, mai ales în cazul bunurilor energetice, aportul evoluțiilor curente fiind limitat, majoritatea cotațiilor înregistrând fluctuații restrânse ca amplitudine. Tendințele se vor regăsi și în perioada următoare, având în vedere perspectivele încă rezervate privind economia chineză (cu impact mai ales asupra prețului metalelor), în pofida unor evoluții recente mai încurajatoare, și recoltele agricole favorabile la nivel local și global. În același timp, rezultatele sondajului DG ECFIN pentru septembrie 2023 nu relevă modificări ale așteptărilor referitoare la evoluția prețurilor, soldul conjunctural plasându-se la o valoare similară celor formulate în

¹⁹ Posibil în condițiile stimulării preferinței pentru comercializarea de medicamente generice (mai ieftine față de cele originale), având în vedere reducerea taxei *clawback* pentru medicamentele generice din import începând cu trimestrul III.

iulie și august (15 puncte). Totuși, un posibil factor de presiune îl reprezintă tensionarea începând cu luna iulie a pieței petrolului, cotația Brent atingând maximul acestui an în luna septembrie.

În primele două luni ale trimestrului III, prețurile de producție ale bunurilor energetice au marcat cea mai vizibilă decelerare de ritm (-22,8 puncte procentuale comparativ cu intervalul aprilie-iunie), variația anuală intrând în teritoriul negativ (-6,1 la sută). Alături de scăderile din perioada curentă, o contribuție semnificativă a revenit manifestării unui efect de bază favorabil în ramura de producție și furnizare de energie electrică, termică și gaze naturale (declin al ratei anuale de creștere de la 35,6 la sută în trimestrul II la 0,2 la sută în primele două luni ale trimestrului III). Comparativ cu trimestrul II, s-a înregistrat un avans modest al prețurilor pe segmentul de producție a energiei electrice, odată cu reluarea trendului ușor ascendent al cotațiilor spot pe piețele *en gros* de energie (atât pe plan intern, cât și la nivel european), sub influența unor factori conjuncturali. Această tendință a fost favorizată pe plan intern de modificarea raportului cerere-ofertă: pe de o parte, consumul din economie a crescut din considerente sezoniere, iar pe de altă parte, oferta a resimțit diminuarea de ritm a producției de electricitate din surse hidro, asociată condițiilor meteo nefavorabile²⁰. Energia electrică produsă din surse regenerabile continuă să aibă o pondere modestă, o schimbare în acest sens prefigurându-se abia spre sfârșitul anului curent sau începutul anului 2024, atunci când numeroase proiecte în noi capacități de producție în sectorul energiei eoliene și solare ar urma să intre în funcțiune. Un aport contrar a avut ramura de prelucrare a țițeiului (+5,8 puncte procentuale), resimțindu-se influența reluării ascensiunii cotațiilor petrolului pe piețele internaționale, care se va manifesta probabil și în perioada următoare.

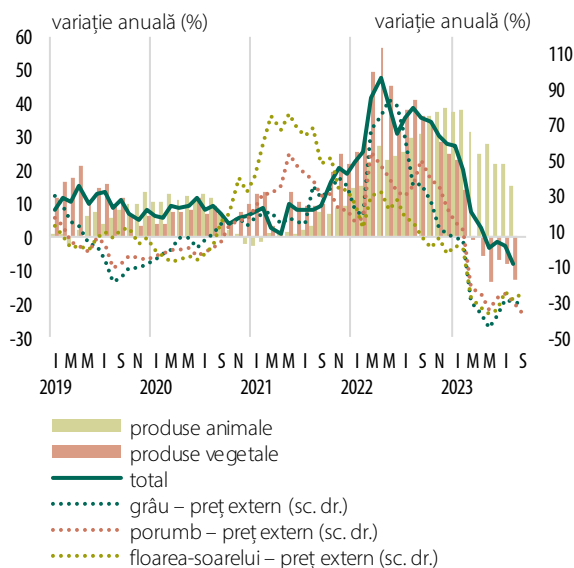
O decelerare mai modestă (-3,4 puncte procentuale) a înregistrat și dinamica anuală a prețurilor de producție ale bunurilor intermediare, cu o contribuție importantă din partea industriei chimice, dar și a celei a materialelor de construcții. Diminuarea progresivă a prețurilor gazelor naturale a condus la reluarea activității producătorilor de îngrășăminte²¹, la creșterea ofertei și la ieftinirea semnificativă a produselor respective, în special a celor pe bază de azot (cu efecte inclusiv asupra prețurilor agricole). De asemenea, prețurile multor materiale de construcții încep să coboare, odată cu eliminarea treptată a întreruperilor în lanțurile de aprovizionare, diminuarea costurilor cu energia, dar și ca urmare a cererii reduse, determinate de previziuni nefavorabile cu privire la activitatea economică.

O evoluție similară a avut loc în cazul bunurilor de consum, temperări mai pronunțate înregistrând segmentul bunurilor de uz curent (-2,9 puncte procentuale, până la 11,9 la sută), cu aportul industriei alimentare, ca urmare a prelungirii tendinței de scădere a prețurilor materiilor prime, în principal pentru cereale și semințe oleaginoase.

²⁰ Debitul Dunării a scăzut sub media multianuală în iulie.

²¹ În România, principalul producător și-a reluat activitatea în proporție de 10 la sută inițial, ajungând la 50 la sută în octombrie.

Grafic 2.15. Prețurile producției agricole



Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

În cazul bunurilor de capital, dinamica anuală a prețurilor de producție a crescut ușor (0,4 puncte procentuale, până la 5,6 la sută), cu o contribuție din partea segmentului de fabricare a mijloacelor de transport rutier, însă nu se poate vorbi, deocamdată, de o inversare de trend, în condițiile în care cererea este modestă, iar prețul metalelor rămâne scăzut.

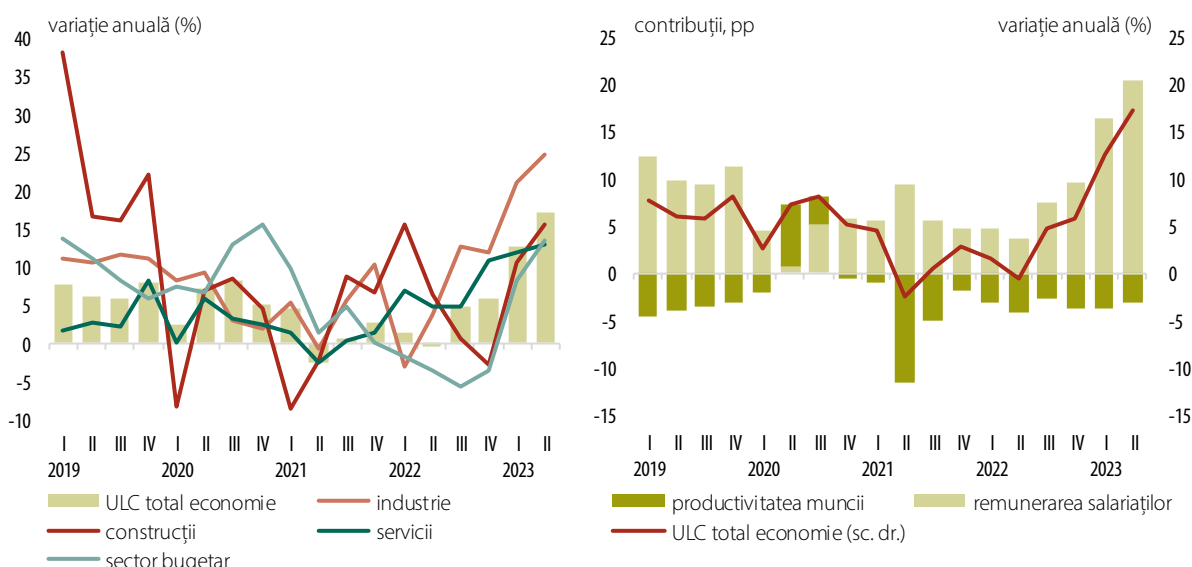
Prețurile producției agricole au consemnat în perioada iulie-august 2023 o adâncire a contracției anuale (de la -0,7 la sută în trimestrul II 2023 la -5,6 la sută, Grafic 2.15). Rezultatele satisfăcătoare ale anului agricol s-au reflectat în prețurile produselor vegetale, al căror ritm anual a coborât până la -10,6 la sută (decelerări ample înregistrându-se pe segmentul cerealelor). De asemenea, dinamica anuală a prețurilor produselor animale și-a continuat parcursul descendent, până la 18,5 la sută (-6,4 puncte procentuale față de trimestrul II), reflectând costurile

mai mici cu furajele (-17,4 la sută în trimestrul II).

Costurile unitare cu forța de muncă

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a majorat din nou în trimestrul II 2023, până la 17,2 la sută (+4,6 puncte procentuale față de trimestrul anterior), la această evoluție contribuind toate sectoarele economice (industrie, construcții, servicii). Avansul remunerării pe salariat a consemnat un nou salt, până la 20,7 la sută (+4 puncte procentuale față de trimestrul I 2023), mărind astfel și mai mult decalajul comparativ cu ritmul de creștere a productivității muncii (3 la sută, -0,6 puncte procentuale față de trimestrul anterior) și, implicit, potențialul de acumulare a unor presiuni inflaționiste pe această filieră (Grafic 2.16).

Grafic 2.16. Costurile unitare cu forța de muncă



Sursa: INS, calcule BNR

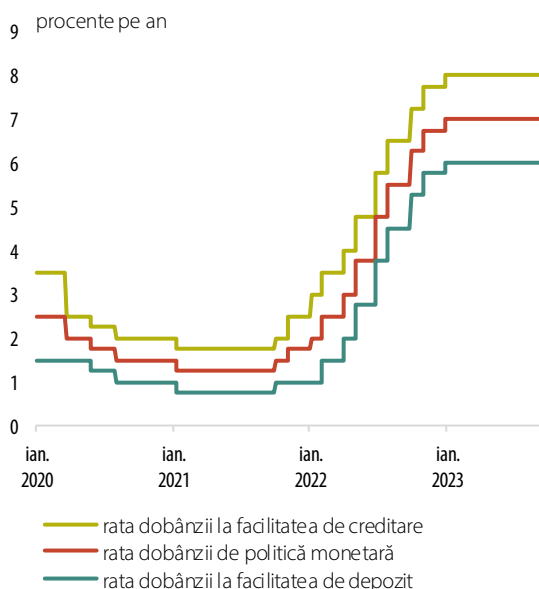
În industrie, rata anuală de creștere a costurilor salariale unitare a rămas deosebit de alertă în trimestrul II 2023 (24,2 la sută, vizibil superioară celor consemnate în celelalte sectoare economice), în condițiile în care activitatea industrială continuă să înregistreze variații anuale negative, într-un mediu economic global caracterizat de cerere fragilă. În intervalul iulie-august s-a înregistrat totuși o ușoară temperare a dinamicii costurilor salariale unitare, până la 21,7 la sută. O contribuție la această decelerare a revenit ramurilor energointensive, ritmurile coborând până la 4 la sută în chimie, respectiv la 16 la sută în metalurgie – deși operatorii de profil încă nu funcționează la întreaga capacitate, producția pare că s-a stabilizat în perioada analizată, iar dinamica salarială s-a atenuat. Ritmuri anuale în jurul nivelului de 15 la sută s-au observat și în sectorul alimentar, în industria de fabricare a calculatoarelor și a produselor electronice, în cea a echipamentelor electrice și în industria auto. În schimb, industria mobilei, fabricarea altor mijloace de transport, industria de mașini și echipamente, prelucrarea lemnului și industria ușoară continuă să afișeze creșteri consistente ale costurilor salariale unitare (între 25 la sută și 55 la sută în termeni anuali).

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

În lunile august și octombrie 2023, BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută și ratele dobânzilor aferente facilității de creditare și celei de depozit la 8,00 la sută, respectiv la 6,00 la sută (Grafic 3.1). Totodată, ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost păstrate la nivelurile în vigoare (de 8 la sută, respectiv 5 la sută). Măsurile au vizat readucerea durabilă a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



Deciziile Consiliului de administrație al BNR din luna august au fost adoptate în condițiile în care rata anuală a inflației s-a redus și în trimestrul II 2023 în linie cu previziunile, apropiindu-se la mijlocul anului de nivelul de o cifră, iar noile evaluări au reconfirmat perspectiva continuării scăderii acesteia pe parcursul următorilor doi ani, într-un ritm încetinit totuși, inclusiv în raport cu proiecția precedentă.

Astfel, rata anuală a inflației și-a accelerat considerabil descreșterea în trimestrul II 2023, așa cum s-a anticipat, coborând în iunie la 10,25 la sută, de la 14,53 la sută în martie, în principal ca urmare a accentuării scăderii dinamicii prețurilor energiei și combustibililor, sub impactul unor efecte de bază, al diminuării cotației țigetei și al schemelor de plafonare a prețurilor la electricitate și gaze naturale. O contribuție dezinflaționistă semnificativă a avut, de această dată, și inflația de bază, în condițiile în care

rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a prelungit descreșterea graduală începută la finele trimestrului anterior, ajungând la 13,5 la sută în iunie, de la 14,6 la sută în martie, pe fondul intensificării efectelor de bază dezinflaționiste, al descreșterii cotațiilor mărfurilor, prioritar agroalimentare, și al ajustării descendente a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt. Acțiunea acestora a devansat influențele de sens opus ce au continuat să vină din transferarea treptată asupra prețurilor de consum a costurilor crescute ale firmelor, inclusiv salariale, și din conservarea marjelor de profit,

în contextul cererii de consum încă solide, precum și din scumpirea unor bunuri importate.

În același timp, noua prognoză pe termen mediu a reconfirmat perspectiva continuării scăderii ratei anuale a inflației în următorii doi ani, pe o traiectorie ceva mai ridicată totuși pe segmentul de mijloc al orizontului proiecției decât cea previzionată anterior. Potrivit acesteia, rata anuală a inflației era așteptată să coboare la nivelul de o cifră în debutul trimestrului III, pentru ca ulterior să se reducă relativ mai lent, ajungând la 7,5 la sută în decembrie 2023, la 4,4 la sută în decembrie 2024 și la 3,8 la sută în iunie 2025 – ușor deasupra intervalului țintei –, față de valorile de 7,1 la sută, respectiv 4,2 la sută, indicate de prognoza din luna mai pentru finele anilor 2023 și 2024.

Resorturile majore ale descreșterii anticipate a ratei anuale a inflației rămâneau factorii pe partea ofertei, în principal efectele de bază dezinflaționiste, ameliorarea funcționării lanțurilor globale de producție/aprovizionare, precum și corecțiile descendente consemnate în trimestrele anterioare de cotațiile unor mărfuri, mai ales ale energiei, țigăiului și materiilor prime agroalimentare²². Efectele de bază urmau să se manifeste și pe mai departe îndeosebi pe segmentele energie și alimente procesate, implicit la nivelul dinamicii inflației de bază, dar cu o intensitate în diminuare progresivă, iar influențele descreșterii cotațiilor erau așteptate să se transmită treptat și incomplet asupra ritmului de creștere a prețurilor de consum.

Incertitudini și riscuri crescute la adresa perspectivei pe termen scurt a inflației decurgeau însă din plafonarea temporară a adaosului comercial la produse alimentare de bază²³, dar mai ales din majorările de taxe și impozite indirecte ce se prefigurau a fi efectuate în viitorul apropiat în scopul continuării consolidării bugetare, cu impact inflaționist probabil modest pe ansamblu, dar de natură să ridice traiectoria descrescătoare a ratei anuale a inflației peste cea evidențiată în actuala prognoză pe termen mediu.

Totodată, din partea factorilor fundamentali erau de așteptat presiuni inflaționiste ceva mai moderate pe orizontul apropiat de timp față de previziunile precedente, dar în atenuare mai graduală ulterior, dată fiind perspectiva restrângerii relativ mai lente a excedentului de cerere agregată începând cu semestrul II 2023, implicând menținerea *gap*-ului PIB la o valoare ușor pozitivă la finele orizontului proiecției²⁴. În același timp, costul unitar cu forța de muncă era anticipat să consemneze un plus considerabil de dinamică pe ansamblul anului 2023, inclusiv în raport cu previziunile anterioare, ce putea fi absorbit totuși, într-o oarecare măsură, în marjele de profit ale firmelor.

²² Pe fondul detensionării piețelor *en gros*.

²³ Începând cu luna august 2023, pentru o perioadă de trei luni (conform OUG nr. 67/2023 privind instituirea unei măsuri cu caracter temporar de combatere a creșterii excesive a prețurilor la unele produse agricole și alimentare).

²⁴ În condițiile în care creșterea economică era așteptată să decelereze în 2023 mai mult decât s-a anticipat anterior – pe fondul inflației și al costurilor încă ridicate, precum și al conduitei politicii monetare –, dar să se revigoreze în 2024, contrar previziunilor precedente, sub impactul încetinirii consolidării bugetare și al redresării cererii externe, precum și în contextul accelerării atragerii de fonduri europene, inclusiv a celor aferente instrumentului „Next Generation EU”.

Incertitudini și riscuri majore la adresa perspectivei activității economice, implicat a evoluției pe termen mediu a inflației, decurgeau însă din conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, în contextul pachetului de măsuri fiscal-bugetare aflat în discuție în vederea continuării consolidării bugetare, dar deocamdată neadoptat, de natură să faciliteze, în eventualitatea implementării lui, revenirea ceva mai devreme a ratei anuale a inflației în interiorul intervalului țintei, prin slăbirea și epuizarea mai rapidă a presiunilor inflaționiste ale factorilor fundamentali.

În același timp, surse de incertitudini și riscuri însemnate rămăneau războiul din Ucraina și sancțiunile asociate – inclusiv prin potențiale efecte exercitate asupra economiilor principalilor parteneri comerciali – precum și absorbția fondurilor europene, mai ales a celor aferente programului „Next Generation EU”, condiționată de îndeplinirea unor ținte și jaloane stricte.

Datele statistice publicate ulterior au arătat că rata anuală a inflației a continuat să scadă pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului III conform previziunilor, ajungând în august la 9,43 la sută, ca urmare a accelerării ușor peste așteptări a descreșterii ratei anuale a inflației CORE2 ajustat²⁵, care a coborât la nivelul de 12,0 la sută²⁶.

Activitatea economică și-a accelerat creșterea în trimestrul II mai mult decât s-a anticipat²⁷, astfel încât excedentul de cerere agregată și-a întrerupt probabil trendul de restrângere în acest interval, însă dinamica anuală a PIB a consemnat o nouă scădere semnificativă, inclusiv în raport cu previziunile²⁸. Reducerea a fost determinată de această dată de consumul gospodăriilor populației, în timp ce formarea brută de capital fix și-a reaccelerat creșterea anuală de două cifre²⁹, iar exportul net și-a mărit impactul expansionist, în condițiile continuării majorării ecartului pozitiv dintre dinamica anuală a volumului exporturilor de bunuri și servicii și cea a volumului importurilor. Pe acest fond, atât deficitul balanței comerciale, cât și cel de cont curent și-au prelungit declinul substanțial în raport cu aceeași perioadă a anului trecut.

Pe piața muncii, rata locurilor de muncă vacante s-a redus însă considerabil în trimestrul II, după majorarea semnificativă din intervalul precedent, iar rata șomajului BIM a rămas constantă la 5,5 la sută până în iulie și s-a diminuat doar marginal în august. Totodată, efectivul salariaților din economie și-a încetinit creșterea lunară în intervalul iunie-iulie, iar intențiile de angajare pe orizontul foarte scurt de timp s-au redus vizibil în august-septembrie, de la valori apropiate maximelor istorice atinse anterior, în timp ce deficitul de forță de muncă raportat de companii s-a mărit în trimestrul III, pe seama evoluțiilor din industrie și servicii. În același timp, dinamica

²⁵ Evoluția componentelor exogene ale IPC a redevenit marginal inflaționistă în acest interval, în condițiile în care reducerea peste așteptări a prețurilor LFO și noile descreșteri de dinamică consemnate de prețurile energiei au fost devansate ca impact de scumpirea combustibililor și de majorarea prețurilor medicamentelor.

²⁶ Scăderea a avut ca determinanți majori efecte de bază dezinflaționiste, corecții descendente ale cotațiilor mărfurilor, prioritar agroalimentare, și măsura de plafonare temporară a adaosului comercial la produse alimentare de bază implementată în august. Ea reflecta însă și o slăbire a transiterii în prețurile de consum a costurilor mărite ale firmelor, îndeosebi a celor salariale, precum și o atenuare a impactului inflaționist al importurilor.

²⁷ La 0,9 la sută în termeni trimestriali, de la 0,5 la sută în precedentele trei luni.

²⁸ La 1,1 la sută în trimestrul II, de la 2,4 la sută în primele trei luni ale anului.

²⁹ Ca urmare a dinamizării construcțiilor inginerești, dar mai ales a achizițiilor de utilaje și echipamente.

anuală de două cifre a salariului mediu brut nominal și-a încetinit creșterea pe ansamblul trimestrului II și în luna iulie, iar cea a costurilor unitare cu forța de muncă din industrie a înregistrat scăderi ușoare începând cu luna mai, rămânând însă deosebit de înaltă.

Pe piața financiară, principalele cotații ale pieței monetare interbancare și-au stopat mișcarea lent descendentă la mijlocul lunii august, în timp ce randamentele titlurilor de stat și-au prelungit ascensiunea – în linie cu evoluțiile din economiile avansate și din regiune –, pe fondul așteptărilor investitorilor privind menținerea de către Fed a ratelor dobânzilor la niveluri mai ridicate pentru o perioadă mai îndelungată de timp, de natură să afecteze și apetitul global pentru risc. În această conjunctură, precum și pe fondul scăderii neașteptat de ample a ratei dobânzii-cheie efectuate de Banca Națională a Poloniei, cursul de schimb leu/euro a urcat relativ abrupt în prima parte a lunii septembrie, similar ratelor de schimb ale monedelor din regiune, iar apoi a tins să se stabilizeze pe noul palier. În același timp, moneda națională a consemnat o depreciere notabilă față de dolarul SUA, în contextul trendului de întărire a acestuia pe piețele financiare internaționale.

Creșterea anuală a creditului acordat sectorului privat a continuat să decelereze în primele două luni din trimestrul III, dar mai temperat, ajungând la 5,5 la sută în august, de la 6,4 la sută în iunie, în condițiile în care ritmul componentei în lei a scăzut marginal, iar descreșterea relativ alertă a dinamicii creditului în valută a fost atenuată ca impact de efectul statistic al evoluției cursului de schimb leu/euro. Pe acest fond, ponderea componentei în lei în creditul acordat sectorului privat s-a mai mărit ușor, la 68,2 la sută în august, de la 67,9 la sută în iunie.

În acest context, noile evaluări au arătat că rata anuală a inflației va continua să scadă până la finele anului curent în linie cu cea mai recentă prognoză pe termen mediu, în principal sub influența efectelor de bază și a ajustărilor descendente ale cotațiilor unor mărfuri, îndeosebi ale materiilor prime agroalimentare, precum și în condițiile recoltei bogate de legume-fructe pe plan intern și ale plafonării temporare a adaosului comercial la produse alimentare de bază, prezumată a fi prelungită cu trei luni.

Dincolo de orizontul apropiat de timp, balanța riscurilor decurgând din acțiunea factorilor pe partea ofertei înclina însă evident în sens ascendent, dată fiind perspectiva majorării și introducerii în debutul anului 2024 a unor taxe și impozite indirecte în scopul continuării consolidării bugetare³⁰, al căror impact inflaționist, deși relativ modest și tranzitoriu, urma să ridice pe termen scurt traiectoria descrescătoare a ratei anuale a inflației peste cea evidențiată în prognoza din august.

Din partea poziției ciclice a economiei erau anticipate presiuni inflaționiste mai intense, dar în atenuare mai pronunțată în a doua parte a anului 2023 față de prognoza precedentă, în condițiile în care noile evaluări indicau o decelerare semnificativă a creșterii trimestriale a PIB în acest interval, inclusiv în raport cu previziunile, după

³⁰ Pachetul de măsuri fiscal-bugetare vizând continuarea consolidării bugetare a fost aprobat în data de 26 septembrie 2023, prin procedura angajării răspunderii Guvernului în fața Parlamentului. Asupra legii de aprobare a pachetului de măsuri a fost formulată ulterior o obiecție de neconstituționalitate, care a fost însă respinsă de Curtea Constituțională în data de 18 octombrie 2023.

avansul peste așteptări din trimestrul II. Evoluțiile implicau o restrângere relativ mai alertă a excedentului de cerere agregată în semestrul II 2023 și revenirea acestuia la finele anului în linie cu prognoza din luna august.

Totodată, incertitudini și riscuri la adresa perspectivei mai îndepărtate a activității economice și a inflației decurgeau din conduita viitoare a politicii fiscale și din pachetul de măsuri fiscal-bugetare ce se prefigura a fi implementat în anul 2024, de natură să conducă la slăbirea și epuizarea mai rapidă a presiunilor inflaționiste ale factorilor fundamentali și la revenirea mai devreme a ratei anuale a inflației în interiorul intervalului țintei, comparativ cu previziunile precedente.

Incertitudini și riscuri însemnate generau, de asemenea, războiul din Ucraina și absorbția fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”, precum și performanțele sub așteptări ale economiilor europene.

În ansamblul său, contextul a justificat menținerea neschimbată a ratei dobânzii de politică monetară, în vederea readucerii durabile a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

Prin urmare, în ședința din 5 octombrie 2023, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută; totodată, a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare la 8,00 la sută și a ratei dobânzii aferente facilității de depozit la 6,00 la sută. Consiliul de administrație al BNR a hotărât, de asemenea, păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit (la 8 la sută, respectiv 5 la sută).

2. Piețe financiare și evoluții monetare

În trimestrul III 2023, randamentul mediu zilnic al tranzacțiilor interbancare³¹ s-a menținut în proximitatea ratei dobânzii la facilitatea de depozit, iar cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare și-au stopat mișcarea lent descendentă la mijlocul intervalului, rămânând apoi relativ stabile. Cursul de schimb leu/euro a continuat să fluctueze, consemnând o scădere apreciabilă în iulie, urmată de o creștere de amplitudine similară de-a lungul următoarelor două luni. Dinamica anuală a lichidității din economie și-a inversat în intervalul iulie-august 2023 tendința ascendentă reamorsată la începutul anului, inclusiv în condițiile continuării decelerării creșterii creditului acordat sectorului privat.

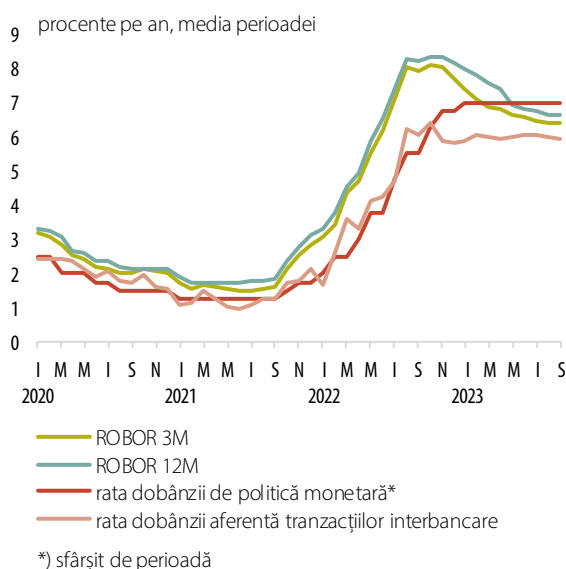
³¹ Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară, ponderată cu volumul tranzacțiilor.

2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare s-a menținut și în trimestrul III în proximitatea ratei dobânzii la facilitatea de depozit, media lui trimestrială³² rămânând astfel constantă, la nivelul de 5,99 la sută.

În contextul amplului excedent de lichiditate de pe piața monetară, drenat de către banca centrală prin intermediul facilității de depozit³³, ratele dobânzilor pe termen foarte scurt de pe segmentul interbancar au continuat să oscileze ușor în jurul limitei de jos a coridorului ratelor dobânzilor.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



Cotațiile ROBOR 3M-12M și-au stopat mișcarea lent descendentă la mijlocul trimestrului III, ulterior comunicării deciziei de politică monetară din luna august, iar apoi au rămas relativ stabile. Drept urmare, mediile lor trimestriale și-au temperat și mai mult descreșterea, ajungând la 6,43 la sută în cazul scadenței de 3 luni (-0,22 puncte procentuale), respectiv la 6,52 la sută și 6,68 la sută pe termenul de 6 luni și 12 luni (-0,27 puncte procentuale, respectiv -0,36 puncte procentuale) (Grafic 3.2).

Pe piața titlurilor de stat, determinante au rămas la începutul trimestrului III atractivitatea relativă a plasamentelor în monedă națională și descreșterea susținută a ratei curente și anticipate a inflației³⁴, pentru ca apoi dominantă să devină mișcarea ascendentă a randamentelor titlurilor de stat pe termen lung din economiile dezvoltate³⁵, ale cărei influențe au fost atenuate însă în septembrie de acțiunea unor factori locali, atât pe piața internă³⁶, cât și în regiune³⁷.

În aceste condiții, cotațiile de referință pe termen mediu și lung ale pieței secundare³⁸ și-au accelerat scăderea în prima parte a lunii iulie, însă s-au înscris apoi pe o traiectorie general ascendentă, ce s-a accentuat spre finele trimestrului (Grafic 3.3),

³² Ponderată cu volumul tranzacțiilor.

³³ Stocul mediu zilnic al acestor plasamente s-a situat în trimestrul III la valoarea de 26 miliarde lei, scăzând doar ușor în raport cu intervalul precedent (27,7 miliarde lei).

³⁴ Similar altor piețe financiare din regiune.

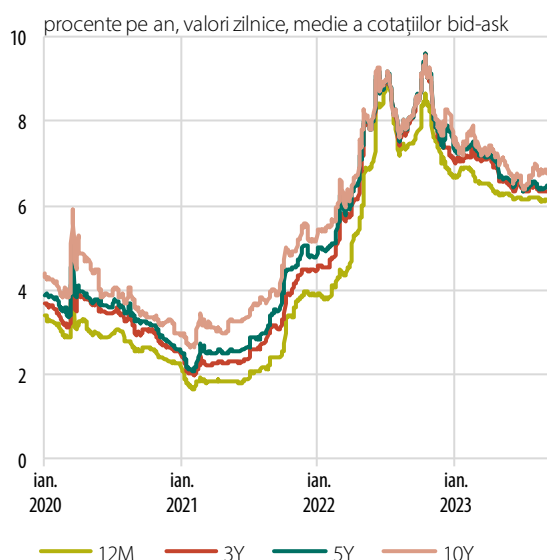
³⁵ Creșterea acestora s-a întrerupt și corectat parțial în ultima decadă a lunii august, dar s-a reluat și s-a accentuat apoi în septembrie, randamentele atingând maximum ultimilor 12 ani în zona euro și al ultimilor 16 ani în SUA, pe fondul așteptărilor investitorilor privind menținerea de către Fed a ratelor dobânzilor la niveluri mai ridicate pentru o perioadă mai îndelungată de timp, alimentate de creșterea peste așteptări a economiei americane și de semnalele transmise de Fed în contextul deciziei de politică monetară din septembrie.

³⁶ Relevantă din această perspectivă a fost și decizia agenției Fitch din data de 8 septembrie 2023 privind menținerea ratingului suveran al României („BBB-”) și a perspectivei acestuia („stabilă”).

³⁷ Așteptările privind reducerea ratelor dobânzilor de politică monetară de către băncile centrale din aceste țări.

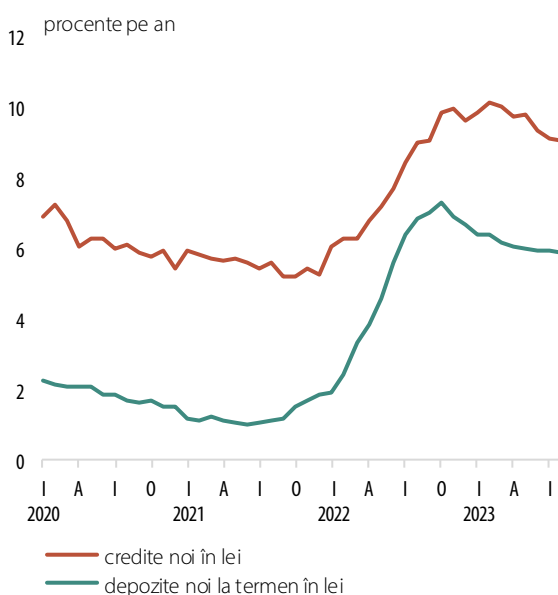
³⁸ Medii ale cotațiilor *bid-ask*.

Grafic 3.3. Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat



în timp ce cotațiile aferente segmentului scurt al maturităților au consemnat doar oscilații ușoare, după ce în trimestrul anterior și-au stopat mișcarea descendentă. Prin urmare, față de luna iunie, valorile medii lunare ale cotațiilor au rămas neschimbate în septembrie în cazul titlurilor cu maturitatea de 6 luni (6,06 la sută), dar au scăzut cu până la 0,14 puncte procentuale pe scadențele de 1 an, 3 ani și 5 ani (până la 6,13 la sută, 6,35 la sută, respectiv 6,45 la sută) și au crescut marginal pe scadența de 10 ani (+0,08 puncte procentuale, până la 6,85 la sută). Pe acest fond, curba randamentelor și-a reaccentuat ușor înclinația pozitivă față de ultima lună a trimestrului precedent.

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



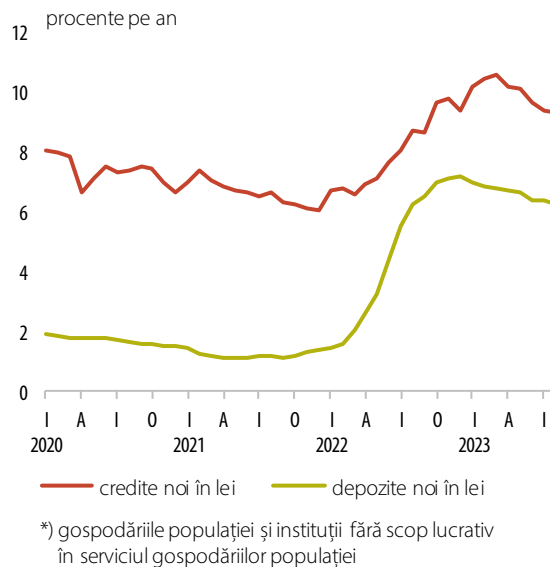
O mișcare relativ similară a caracterizat în trimestrul III și randamentele medii acceptate pe piața primară³⁹, care au revenit în septembrie la nivelul din iunie pe scadența de 3 ani (la 6,44 la sută), s-au redus marginal față de finele trimestrului anterior pe maturitatea de 5 ani (la 6,59 la sută) și s-au mărit ușor pe scadența reziduală de 9 ani (la 6,80 la sută). Relevante din perspectiva interesului investitorilor pentru asemenea plasamente sunt mai ales noile scăderi consemnate în acest trimestru de raportul dintre volumul solicitat de către dealerii primari și cel anunțat în cadrul licitațiilor, precum și de proporția dintre volumul acceptat și cel anunțat de MF, care au ajuns la 1,65, respectiv 1,08 (de la 2,16, respectiv 1,43 în trimestrul II). Suplimentar titlurilor cu scadențe uzuale relevante pentru acești indicatori, MF a emis în premieră în luna iulie certificate de trezorerie cu maturitatea de 2 luni, la un randament mediu de 5,99 la sută, în valoare de 8,0 miliarde lei. Pe acest fond, volumul total al înscrisurilor puse în circulație în trimestrul III a rămas ridicat din perspectivă istorică (26,5 miliarde lei), deși a continuat să se diminueze ușor față de precedentele trei luni, iar valoarea emisiunilor nete

s-a mărit (cu 2,8 miliarde lei, până la circa 8,0 miliarde lei), ca urmare a scăderii semnificative a volumului titlurilor scadente în acest interval⁴⁰.

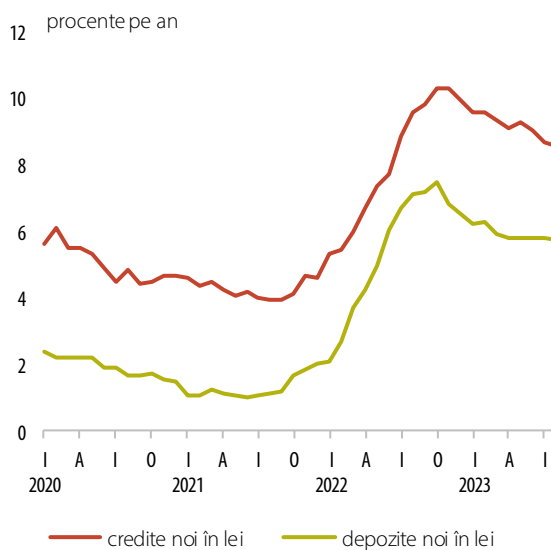
³⁹ În trimestrul III, au fost emise lunar titluri de stat prin programul „Tezaur” cu maturități de 1 an și 3 ani la randamente de: (i) 6,50 la sută, respectiv 7,30 la sută, în iulie, (ii) 6,30 la sută, respectiv 7,20 la sută, în august, și (iii) 6,30 la sută, respectiv 7,20 la sută, în septembrie. De asemenea, în august, au fost puse în circulație titluri de stat pentru populație, prin programul „Fidelis”, atât în lei, cu maturități de 1 an și 3 ani, la randamente de 6,30 la sută, respectiv 7,20 la sută, în valoare de 758 milioane lei, cât și în euro, cu maturități de 1 an și 5 ani, la randamente de 3,85 sută și 5,45 la sută, în valoare de 330 milioane euro. Totodată, în iulie, MF a organizat o nouă licitație în vederea preschimbării unor serii de titluri de stat. În plus, MF a emis pe piața externă euroobligațiuni denumite în euro, cu maturități de 5 ani și 10 ani, la randamente de 5,5 la sută, respectiv 6,5 la sută, în valoare totală de 3,25 miliarde euro.

⁴⁰ În trimestrul III, au ajuns la scadență titluri de stat în valoare de 18,5 miliarde lei (18,1 miliarde lei în luna septembrie), comparativ cu un volum de 23,3 miliarde lei în trimestrul II.

Grafic 3.5. Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației*



Grafic 3.6. Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare



Rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebankari și-a accentuat descreșterea în intervalul iulie-august față de trimestrul precedent (-0,56 puncte procentuale, până la 9,09 la sută), în timp ce randamentul depozitelor noi la termen și-a temperat mișcarea descendentă (-0,06 puncte procentuale, până la 5,94 la sută), în contextul încetinirii pronunțate a scăderii cotațiilor relevante ROBOR și al menținerii cvasiconstante a IRCC (Grafic 3.4).

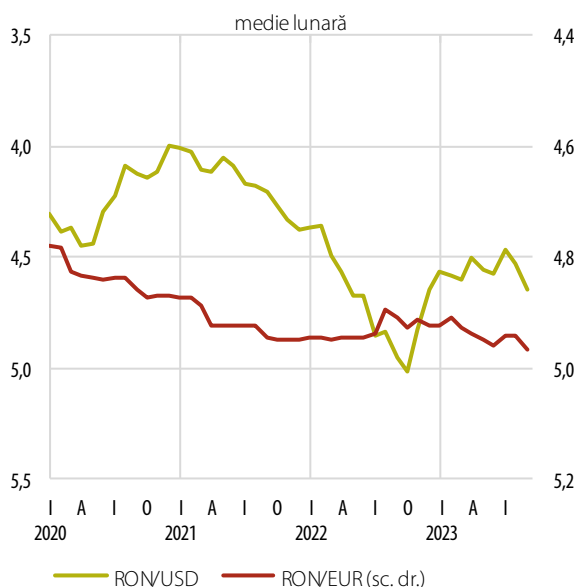
Evoluțiile au fost în linii mari similare din perspectiva principalelor categorii de clienți. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației și-a accelerat scăderea (-0,63 puncte procentuale față de media trimestrului II 2023, până la 9,36 la sută), ca urmare a diminuării considerabile a costului mediu cu dobânda al creditelor noi pentru locuințe (-0,71 puncte procentuale, până la o medie de 7,04 la sută), inclusiv pe fondul intensificării competiției între bănci pe acest segment al pieței. În schimb, rata medie a dobânzii la creditele noi pentru consum și-a încetinit descreșterea (-0,18 puncte procentuale, până la 11,85 la sută) (Grafic 3.5).

La rândul său, rata medie a dobânzii aferentă creditelor noi ale societăților nefinanciare și-a accentuat descreșterea (-0,52 puncte procentuale față de trimestrul anterior), ajungând la nivelul de 8,64 la sută (Grafic 3.6). Evoluția s-a datorat scăderii pronunțate a costului mediu cu dobânda al creditelor de valoare mare, peste echivalentul a 1 milion de euro (-1,01 puncte procentuale, până la 7,64 la sută), în timp ce rata medie a dobânzii aferentă creditelor de valoare mică, sub respectivul prag, și-a moderat pasul descendent (-0,20 puncte procentuale comparativ cu trimestrul II, până la 9,18 la sută).

În cazul depozitelor noi la termen, rata medie a dobânzii și-a prelungit scăderea față de trimestrul anterior pe segmentul populației (-0,25 puncte procentuale, până la o medie de 6,34 la sută), dar și-a stopat-o pe cel al societăților nefinanciare, stagnând practic pe ansamblul perioadei iulie-august la un nivel mediu de 5,76 la sută.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

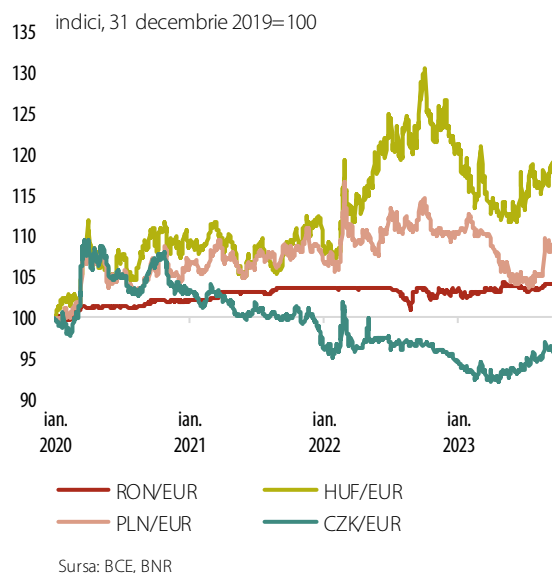
Grafic 3.7. Cursul de schimb nominal



Cursul de schimb leu/euro a continuat să fluctueze în trimestrul III 2023, consemnând o scădere apreciabilă în iulie, urmată de o creștere de amplitudine similară de-a lungul următoarelor două luni (Grafic 3.7).

Moneda națională a cunoscut un nou episod de apreciere progresivă față de euro pe parcursul primelor trei săptămâni ale lunii iulie⁴¹ – inclusiv sub acțiunea unor factori interni conjuncturali și sezonieri, cu implicații și asupra expectațiilor privind evoluția ratei de schimb –, pentru ca spre finele intervalului raportul leu/euro să se reînscrie pe o traiectorie ascendentă, în contextul efectelor și așteptărilor induse pe piețele financiare de continuarea creșterii ratei dobânzii de către Fed și BCE și de comunicarea asociată⁴². Evoluția s-a sincronizat doar parțial cu mișcările cursurilor de schimb ale principalelor monede din regiune, care au reflectat, la rândul lor, și influențe ale unor factori locali⁴³.

Grafic 3.8. Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



Cursul de schimb leu/euro a mai crescut în primele zile din august, dar s-a oprit și s-a stabilizat apoi la valori inferioare celor prevalente în a doua parte a trimestrului II. Comportamentul său a avut ca resorturi creșterea temporară a aversiunii globale față de risc, pe fondul revizuirii așteptărilor investitorilor privind perspectiva ratei dobânzii Fed⁴⁴ – implicând și accentuarea aprecierii dolarului față de euro amorsată la mijlocul lunii iulie –, dar și prelungirea acțiunii unor factori interni sezonieri, precum și ameliorarea sentimentului pieței financiare internaționale spre finele intervalului, în condițiile evoluțiilor economice din SUA și din zona euro, de natură să modifice expectațiile investitorilor privind conduita politicilor monetare ale celor două bănci centrale. Influența celei din urmă a fost atenuată pe piețele financiare din regiune de așteptările privind

⁴¹ Pe ansamblul lunii, leul s-a apreciat cu 0,4 la sută în raport cu euro.

⁴² Cele două bănci centrale au menținut deschisă posibilitatea întăririi suplimentare a politicii monetare în perioada imediat următoare, perspectivă implicând restrângerea pe mai departe a diferențialului ratelor dobânzilor de pe piețele financiare din regiune.

⁴³ Pe ansamblul lunii, zlotul s-a apreciat cu 0,4 la sută în raport cu euro, în timp ce forintul și coroana cehă s-au depreciat cu 2,2 la sută și, respectiv, 0,8 la sută.

⁴⁴ Așteptări privind menținerea de către Fed a ratelor dobânzilor la niveluri mai ridicate pentru o perioadă mai îndelungată de timp. Acestea au fost alimentate de reziliența peste așteptări a activității economice și a pieței muncii din SUA, evidențiată de datele statistice nou-publicate.

reducerea ratelor dobânzilor reprezentative de către băncile centrale din aceste țări⁴⁵ (Grafic 3.8).

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	8 luni 2022			8 luni 2023		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	8 258	18 362	-10 104	12 458	19 769	-7 311
Investiții directe	1 573	8 135	-6 562	839	5 907	-5 068
Investiții de portofoliu	1 093	4 686	-3 593	1 244	12 486	-11 242
Derivate financiare	313	x	313	151	x	151
Alte investiții	3 653	5 541	-1 888	2 300	1 376	924
– numerar și depozite	1 855	1 645	210	2 132	-591	2 724
– împrumuturi	-22	1 727	-1 749	-204	23	-227
– altele	1 820	2 169	-349	372	1 944	-1 573
Active de rezervă ale BNR (net)	1 627	0	1 627	7 924	0	7 924

*) „+” creștere/„-” scădere

Raportul leu/euro și-a reluat și accentuat creșterea în prima jumătate a lunii septembrie, în sincron cu evoluțiile din regiune⁴⁶, iar ulterior a rămas cantonat pe palierul mai înalt astfel atins, pe fondul scăderii neașteptat de ample a ratei dobânzii-cheie efectuate de Banca Națională a Poloniei, precum și al semnalelor date de Fed privind menținerea pe o perioadă mai îndelungată de timp a ratei dobânzii la maximum atins în actualul ciclu de creștere, de natură să deterioreze din nou apetitul global pentru risc și să prelungească tendința relativ alertă de apreciere a dolarului în raport cu euro⁴⁷.

Pe ansamblul trimestrului III, rulajul total al pieței valutare interbancare a rămas ridicat din perspectivă istorică, iar deficitul total de devize s-a diminuat față de intervalul anterior, ca urmare a ameliorării semnificative a soldului tranzacțiilor nerezidenților în prima parte a trimestrului (Tabel 3.1).

În acest interval, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 0,1 la sută în termeni nominali^{48,49} și s-a apreciat cu 1,4 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a depreciat cu 1,6 la sută în termeni nominali și cu 0,2 la sută în termeni reali, în condițiile în care valoarea monedei americane a crescut în raport cu euro. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb, leul și-a accentuat atât deprecierea în raport cu euro, cât și aprecierea față de dolar.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Dinamica anuală a masei monetare și-a inversat în perioada iulie-august 2023 tendința ascendentă reamorsată la începutul anului, reducându-se în acest interval la 8,3 la sută⁵⁰, de la 9,3 la sută în trimestrul II, în condițiile relativei ameliorări a execuției bugetare în raport cu perioada similară a anului anterior, dar și ca efect al creșterii portofoliului de instrumente financiare alternative ale sectoarelor nebancale.

⁴⁵ Pe ansamblul lunii, rata de schimb a zlotului față de euro a crescut cu 0,4 la sută, cea a coroanei cehe cu 0,9 la sută, iar cea a forintului cu 1,6 la sută.

⁴⁶ În luna septembrie, zlotul s-a depreciat cu 3,0 la sută față de euro, coroana ceahă cu 1,1 la sută, iar forintul cu 0,4 la sută. În același interval, rata de schimb leu/euro a crescut cu 0,5 la sută.

⁴⁷ Cursul de schimb euro/dolar a atins la finele lunii septembrie un minim al ultimelor șase luni.

⁴⁸ Pe baza valorilor medii ale cursului de schimb din septembrie, respectiv iunie.

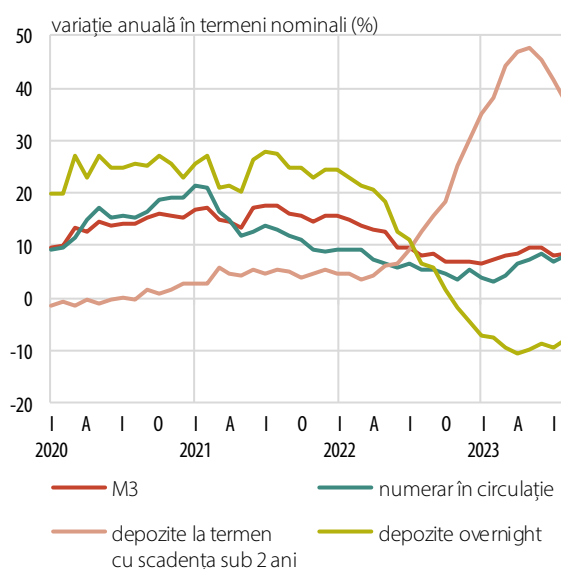
⁴⁹ În acest trimestru, forintul s-a depreciat față de euro cu 4,1 la sută, zlotul cu 3,0 la sută, iar coroana ceahă cu 2,8 la sută.

⁵⁰ În termeni reali, dinamica anuală a masei monetare a cvasistagnat în această perioadă, la -1,1 la sută.

Tabel 3.2. Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

	variație procentuală în termeni nominali					
	2022		2023			
	III	IV	I	II	iul.	aug.
M3	8,8	6,9	7,3	9,3	8,0	8,5
M1	7,3	-0,1	-5,1	-5,6	-5,5	-3,9
Numerar în circulație	5,8	4,6	3,8	7,4	7,0	8,2
Depozite overnight	7,8	-1,6	-8,0	-9,7	-9,6	-7,9
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	12,5	24,6	39,1	46,6	41,6	37,5

Grafic 3.9. Principalele componente ale masei monetare



adâncească în teritoriul negativ, îndeosebi ca urmare a accentuării declinului plasamentelor persoanelor fizice, doar parțial compensată ca efect de menținerea constantă a dinamicii celor aparținând societăților nefinanciare. Ponderea M1 în M3 a scăzut totuși ușor față de finele trimestrului II, la 62,0 la sută în august, rămânând însă deasupra minimelor ultimilor circa patru ani atinse în perioada aprilie-mai.

Din perspectiva principalelor categorii de deținători, reducerea variației anuale a M3 a decurs din evoluția depozitelor societăților nefinanciare, care și-au înjumătățit practic dinamica, probabil pe fondul temperării creșterii sumelor primite de la bugetul de stat și al majorării plăților de dividende efectuate inclusiv de societăți cu capital de stat⁵⁴, dar și ca efect al continuării descreșterii ritmului creditului acordat acestui

Decelerarea creșterii M3 a fost antrenată de depozitele la termen sub 2 ani, a căror dinamică deosebit de înaltă a consemnat o scădere semnificativă – după o ascensiune neîntreruptă în precedentele cinci trimestre –, ca urmare a descreșterii ample a ritmului componente în lei, contrabalansată doar în mică măsură, ca impact, de continuarea creșterii, mai lente totuși, a variației plasamentelor în valută (Tabel 3.2; Grafic 3.9). Din perspectivă sectorială, determinantă a fost dinamica plasamentelor societăților nefinanciare, care s-a redus considerabil în acest interval – mai cu seamă în cazul depozitelor în valută –, inclusiv pe fondul unui efect de bază. O influență apreciabilă a decurs, în mod atipic, și din contracția depozitelor IFNM, în contextul investirii temporare a unei proporții însemnate din aceste depozite în certificate de trezorerie denuminate în lei, în timp ce plasamentele populației și-au accelerat pe mai departe creșterea, deși mult mai temperat față de trimestrele precedente și doar pe seama componente în valută.

Masa monetară în sens restrâns (M1) și-a atenuat însă contracția în termeni anuali pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului III, consemnând astfel primul plus de dinamică din ultimele opt trimestre⁵¹. Evoluția s-a datorat aproape exclusiv depozitelor ON în lei⁵², al căror ritm de creștere a revenit în teritoriul pozitiv⁵³, în principal pe seama evoluțiilor de pe segmentul populației. În schimb, variația depozitelor ON în valută (exprimate în euro) a continuat să se

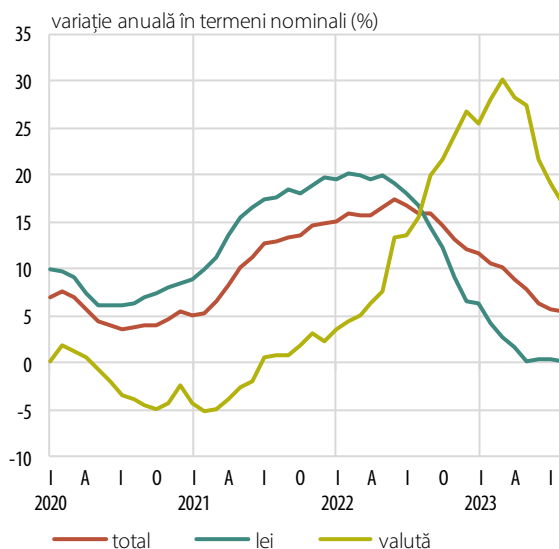
⁵¹ Evaluare pe baza datelor trimestriale.

⁵² Dinamica numerarului în circulație și-a cvasistopat ascensiunea pe ansamblul intervalului.

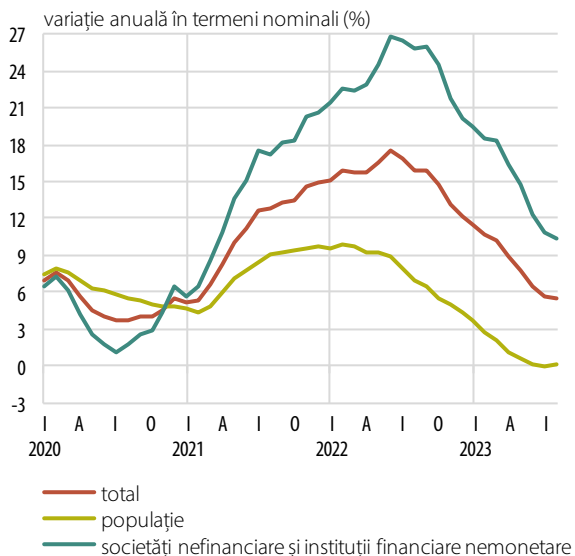
⁵³ În premieră pentru ultimele patru trimestre.

⁵⁴ Conform datelor publicate de BVB, companiile listate au efectuat în acest interval plăți de dividende în valoare de 1,7 miliarde lei. Dintre acestea, Romgaz și Transelectrica au plătit dividende în valoare de 1,4 miliarde lei.

Grafic 3.10. Creditul acordat sectorului privat pe monede



Grafic 3.11. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



ca urmare a accentuării descreșterii ritmului componentei în valută, pe seama tuturor categoriilor de împrumuturi din perspectiva maturităților. Creditul în monedă națională și-a atenuat însă ușor contracția în termeni anuali, în condițiile în care dinamica fluxului de credite a redevenit ușor pozitivă pe ansamblul intervalului, pentru prima oară în ultimele patru trimestre⁵⁷, chiar și cu un aport diminuat al programelor de sprijin guvernamental („IMM Invest Plus”).

sector. În schimb, variația anuală a depozitelor populației incluse în M3 și-a prelungit ascensiunea, în condițiile încetirii avansului deținerilor de titluri de stat ale persoanelor fizice, concomitent cu mărirea ușoară a dinamicii salariului real.

Din perspectiva contrapartidelor M3, temperarea ritmului expansiunii monetare s-a corelat cu decelerarea pe mai departe a creșterii creditului acordat sectorului privat, precum și cu majorarea variației anuale a depozitelor administrației publice centrale.

Creditul acordat sectorului privat

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat a continuat să descrească în perioada iulie-august, dar mai temperat, ajungând la o medie de 5,5 la sută⁵⁵, de la 7,7 la sută în trimestrul II, în condițiile în care ritmul componentei în lei și-a cvasistopat scăderea (Grafic 3.10), rămânând marginal în teritoriul pozitiv, iar accentuarea descreșterii variației creditului în valută (exprimat în euro) a fost atenuată ca impact de efectul statistic al evoluției cursului de schimb leu/euro. Pe acest fond, ponderea creditului în lei în total s-a reamplificat ușor, la 68,2 la sută, de la 67,9 la sută în iunie.

Moderarea descreșterii dinamicii creditului acordat sectorului privat a fost determinată de împrumuturile populației⁵⁶ (Grafic 3.11), a căror componentă în lei și-a încetinit scăderea de ritm, în principal pe seama evoluției creditului pentru locuințe, dar și în condițiile reacclerării ușoare a creșterii creditului pentru consum și alte scopuri.

Dinamica anuală a creditului acordat societăților nefinanciare și-a prelungit însă trendul alert descendent, coborând la un nivel de o cifră,

⁵⁵ În termeni reali, dinamica anuală a creditului a coborât la -3,6 la sută, de la -2,7 la sută în trimestrul II.

⁵⁶ Creditul în valută (exprimat în euro) acordat acestui sector și-a reaccentuat în acest interval declinul în termeni anuali, sub influența evoluției ambelor categorii principale de împrumuturi.

⁵⁷ Analiză pe baza mediilor trimestriale ale dinamicii anuale a creditelor noi ajustate cu operațiunile de renegotiere.

4. Perspectivele inflației

Rata anuală a inflației IPC este anticipată să își continue tendința descendentă pe tot intervalul proiecției, cu o întrerupere temporară în primul trimestru al anului viitor. Traiectoria dezinflaționistă va fi una graduală, însă în runda curentă de prognoză indicatorul este preconizat a reintra în interiorul intervalului țintei centrale la orizontul prognozei, respectiv trimestrul III 2025, când va atinge nivelul de 3,3 la sută. Preconizarea reintrării inflației IPC în intervalul țintei (2,5 la sută \pm 1 punct procentual), chiar și la orizontul proiecției, are loc pentru prima oară de la prognoza aferentă *Raportului asupra inflației* din august 2022. Contribuția principală la procesul dezinflaționist de la nivelul IPC provine din partea inflației de bază, variabilă de asemenea așteptată să înregistreze valori situate sub 3,5 la sută la orizontul proiecției (respectiv 3,4 la sută). Traiectoria indicelui CORE2 ajustat este una continuu descrescătoare, pe fondul corecției pronunțate a *gap*-ului PIB, anticipat a înregistra valori negative încă de la finele anului 2024, al reducerii graduale a așteptărilor privind inflația, precum și al atenuării presiunilor din partea prețurilor bunurilor din import. În schimb, în cazul componentelor exogene ale coșului, aportul dezinflaționist pe ansamblul intervalului de proiecție anticipat este mult mai redus, dinamica acestora înregistrând deja o scădere amplă în prima parte a anului curent. Astfel, după o reducere de la 7 puncte procentuale în decembrie 2022 la 2,1 puncte procentuale în septembrie 2023, valoare preconizată și pentru finele anului curent, contribuția cumulată a acestora la rata anuală a inflației IPC este anticipată la 1,5 puncte procentuale în decembrie 2024. Ca urmare, valorile proiectate ale ratei anuale a inflației IPC pentru finele anului 2023 și al celui viitor sunt de 7,5 la sută și, respectiv, 4,8 la sută. Comparativ cu *Raportul* din august, prognoza este similară pentru sfârșitul acestui an, dar mai ridicată pe parcursul celui viitor, în principal ca urmare a majorărilor taxelor și impozitelor de la 1 ianuarie. În schimb, pentru prima parte a anului 2025 se preconizează valori ușor inferioare celor proiectate anterior, în special pe seama reevaluării în jos a inflației de bază la acest orizont.

Balanța riscurilor la adresa ratei anuale a inflației sugerează posibile abateri în sus ale inflației de la traiectoria acesteia din scenariul de bază. În special tensiunile geopolitice din Orientul Mijlociu ar putea fi sursa unor noi șocuri de ofertă cu impact inflaționist, în timp ce tendința vizibilă la nivel global de încetinire a activității economice ar putea avea o tracțiune de sens contrar.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Comparativ cu *Raportul* anterior, pe ansamblu, perspectivele privind activitatea economică a partenerilor externi s-au deteriorat. Prognoza pe termen scurt indică o creștere trimestrială a cererii externe (PIB UE efectiv) doar ușor pozitivă în trimestrele III-IV 2023, aproape exclusiv pe seama economiilor din afara zonei euro.

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2023	2024
Creșterea economică în UE efectiv (%)	0,3	1,0
Inflația anuală din zona euro (%)	5,6	3,2
Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%)	6,4	2,8
Inflația anuală IPC SUA (%)	4,0	2,6
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	3,4	3,6
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,08	1,10
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	83,0	81,1

Sursa: Ipoteze BNR pe baza datelor Comisiei Europene, Consensus Economics și Bloomberg

Ulterior, se prevede o tendință lentă de dinamizare a creșterii economice, în condițiile anticipării îmbunătățirii venitului real și a cererii din partea partenerilor comerciali. În sens contrar acționează condițiile financiare constrângătoare și reducerea graduală a stimulilor fiscali. Astfel, dinamica cererii externe se menține pozitivă, dar a fost revizuită în jos atât pentru anul 2023, pe fondul stagnării din trimestrul II și al evoluțiilor mai modeste anticipate pentru trimestrele III-IV, cât și pentru anul 2024 (Tabel 4.1).

La rândul său, și *gap*-ul PIB UE efectiv a fost revizuit în jos pe întregul interval de prognoză. Acesta este

estimat a se menține în teritoriul negativ până la orizontul prognozei, exercitând un impact restrictiv, în atenuare doar graduală pe termen mediu, asupra *gap*-ului PIB din România.

Rata medie anuală a inflației din zona euro a fost revizuită ușor în sus atât în 2023, cât și în 2024, în principal pe seama componentei energiei având în vedere evoluțiile istorice și dinamica recentă a prețului petrolului. Astfel, pentru anul curent, indicatorul este anticipat a se plasa la 5,6 la sută (comparativ cu 5,4 la sută în *Raportul* anterior), iar pentru anul următor, la 3,2 la sută (față de 3 la sută în *Raportul* precedent). În profil trimestrial, rata anuală a inflației continuă trendul descendent pe parcursul intervalului de prognoză (întrerupt doar temporar în trimestrele I-II 2024), atingând nivelul de 2 la sută la orizontul de proiecție (trimestrul III 2025). Reducerea anticipată a ratei inflației reflectă diminuarea ritmurilor anuale ale tuturor componentelor, dar cu intensitate diferită. Profilul puternic descendent al evoluției ratei inflației din ultimul trimestru al anului 2023 este influențat de efecte de bază semnificative aferente produselor energetice și alimentelor. Dinamica marginal ascendentă de la începutul anului 2024 este determinată de atenuarea stimulilor fiscali și de ipotezele privind prețurile materiilor prime.

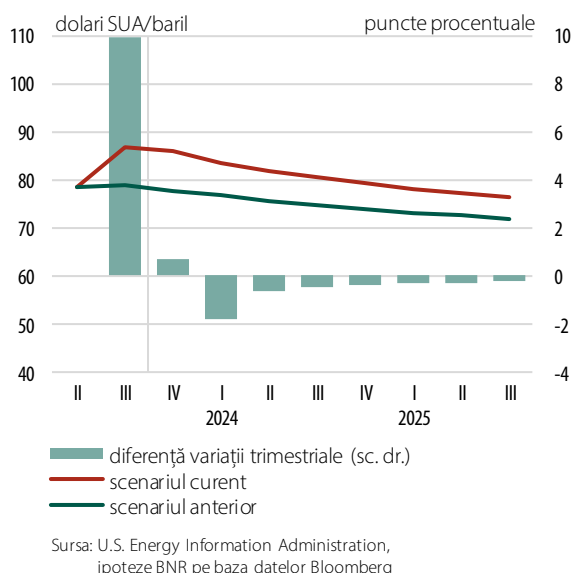
Față de *Raportul* anterior, prognoza ratei anuale a inflației IAPC exclusiv energie⁵⁸ din zona euro a fost menținută la 6,4 la sută în anul 2023, iar pentru 2024 a fost revizuită în jos la 2,8 la sută (-0,3 puncte procentuale). În profil trimestrial, aceasta urmează o traiectorie descendentă pe întregul interval de proiecție. Un rol important în dinamica

⁵⁸ O măsură a inflației de bază.

indicatorului este atribuit creșterilor salariale din zona euro. Acestea sunt evaluate a se tempera începând cu mijlocul anului curent, dar a se menține la un nivel relativ ridicat, comparativ cu evoluțiile istorice, pe fondul creșterii salariilor minime, al indexării salariale cu rata inflației și al unei piețe a muncii tensionate, dar în atenuare. Pe termen mediu, marjele de profit, care au crescut semnificativ în 2022, sunt așteptate să exercite un rol de atenuare a transmisiei costurilor cu forța de muncă în prețurile finale din zona euro. La orizontul proiecției, rata inflației IAPC exclusiv energie se plasează la un nivel ușor mai ridicat față de cel al inflației *headline* (2,2 la sută, față de 2 la sută).

Pe fondul deciziilor de normalizare a politicii monetare a BCE, după un nou avans în teritoriul pozitiv în trimestrul III 2023, rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este anticipată a crește marginal pe termen scurt, urmând apoi să se reducă treptat până la orizontul proiecției. La rândul său, începând cu trimestrul III 2023, rata reală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este evaluată a se situa în teritoriul pozitiv și a crește ulterior treptat până la finele intervalului de prognoză. La rândul său, și *gap*-ul ratei reale a dobânzii EURIBOR la 3 luni este estimat a trece în teritoriul pozitiv din același trimestru, fapt ce va modifica în sens restrictiv impactul exercitat de acesta asupra economiei zonei euro. Comparativ cu *Raportul* anterior, efectul *gap*-ului ratei reale a dobânzii EURIBOR la 3 luni asupra activității economice din zona euro este ușor mai atenuat pe termen scurt, respectiv ușor mai accentuat ulterior, reevaluarea survenind pe seama revizuirii traiectoriei proiectate a inflației.

Grafic 4.1. Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent



Traectoria cursului de schimb al euro față de dolarul SUA rămâne marcată de incertitudini ample.

Pe termen scurt, se estimează o depreciere a monedei europene în raport cu dolarul SUA, iar în perspectivă este previzibilă o apreciere treptată a euro, pe fondul caracteristicilor specifice ale procesului de normalizare a politicii monetare a BCE.

Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent a fost fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și prevede o traiectorie descendentă, în contextul perspectivelor de încetinire a activității economice de la nivel global. Astfel, la orizontul proiecției, prețul petrolului Brent este prevăzut a se plasa în jurul valorii de 76 USD/baril (Grafic 4.1). Pe latura cererii, pe termen scurt și mediu acționează îngrijorările cu privire la deteriorarea condițiilor economice globale, limitând astfel așteptările privind creșterea cererii de petrol.

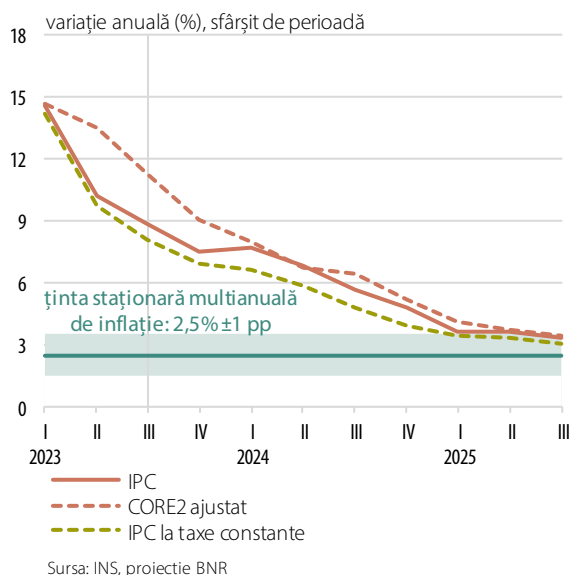
Pe latura ofertei, printre determinanți se evidențiază

temerile privind escaladarea conflictului din Orientul Mijlociu, alimentând îngrijorările cu privire la eventuale întreruperi ale aprovizionării cu petrol din regiune. Proiecția evoluției viitoare a prețului petrolului rămâne astfel grevată de incertitudini ridicate, aspect coroborat și de evoluția istorică a variabilei, caracterizată de un grad ridicat de volatilitate.

1.2. Perspectivele inflației

După revenirea la valori cu o singură cifră în luna iulie 2023 (9,4 la sută) și reducerea până la 8,8 la sută în septembrie, rata anuală a inflației IPC este anticipată să își continue tendința descendentă pe tot intervalul proiecției, cu o întrerupere temporară în primul trimestru al anului 2024, când sunt prevăzute majorări ale taxelor și impozitelor⁵⁹. Ritmul dezinflației viitoare va fi relativ mai lent comparativ cu cel realizat în perioada recentă⁶⁰, însă indicatorul este anticipat să revină în interiorul intervalului țintei la orizontul prognozei, respectiv trimestrul III 2025 (Grafic 4.2). Reintrarea în țintă, la finele celor opt trimestre ale proiecției, este preconizată a se produce pentru prima oară ulterior *Raportului asupra inflației* din august 2022. Astfel, pentru decembrie 2023 rata anuală a inflației IPC ar urma să înregistreze valoarea de 7,5 la sută, coborând la 4,8 la sută în decembrie 2024 și la 3,3 la sută în septembrie 2025.

Grafic 4.2. Prognostica ratei inflației IPC și CORE2 ajustat



Traectoria dezinflaționistă a IPC va fi imprimată în principal de evoluția inflației de bază (Grafic 4.2). În schimb, în cazul componentelor exogene ale coșului, aportul dezinflaționist anticipat pe ansamblul intervalului de proiecție este mult mai redus, dinamica acestora înregistrând deja o scădere amplă în prima parte a anului curent. Astfel, de la un nivel de 7 puncte procentuale în decembrie 2022, contribuția cumulată a acestora la rata anuală a inflației IPC a atins 2,1 puncte procentuale în septembrie 2023, valoare preconizată și pentru finele anului curent, urmând să crească temporar în prima jumătate a anului viitor. Majorarea va fi determinată de scumpirea medicamentelor în luna august 2023, cu menținerea pentru 12 luni a dinamicii acesteia la valori înalte, și de cea a combustibililor (dinamica recentă a prețului petrolului și majorarea accizei la începutul anului viitor). În sens contrar vor acționa componentele LFO (dinamică în reducere în

următoarele trimestre, pe fondul recoltei favorabile, al măsurii de plafonare a adaosului comercial și al unor efecte de bază favorabile), energia electrică și gazele naturale (contribuție negativă, în contextul continuării aplicării măsurii de plafonare a prețurilor). În a doua parte a intervalului, componentele exogene ale coșului vor consemna stabilizări ale dinamicii anuale la niveluri inferioare celor preconizate pentru sfârșitul anului curent. Astfel, contribuția cumulată a acestora la rata anuală a inflației IPC va scădea de la circa 2,7 puncte procentuale în prima parte a anului viitor la 1,5 puncte procentuale în decembrie 2024 și la 1,2 puncte procentuale la orizontul proiecției. Scăderi mai ample sunt proiectate pentru contribuția inflației de bază, care

⁵⁹ Sunt avute în vedere majorarea accizelor la tutun, combustibili (expirarea facilității temporare privind stabilirea cuantumului accizei pe parcursul anului 2023 la nivelul minim european), respectiv introducerea accizei la băuturi care conțin zahăr – impact cumulativ asupra IPC de 0,7 puncte procentuale. De asemenea, prognoza include măsura creșterii cotei TVA de la 9 la sută la 19 la sută pentru anumite alimente care conțin zahăr și de la 5 la sută la 19 la sută pentru o serie de activități recreative și sportive – impact cumulativ de 0,2 puncte procentuale asupra IPC.

⁶⁰ Rata anuală a inflației IPC a scăzut cu circa 7,6 puncte procentuale în primele trei trimestre ale anului curent, în timp ce pentru următoarele opt trimestre corecția anticipată este doar de 5,5 puncte procentuale.

se va reduce de la 5,7 puncte procentuale la finele anului curent la 3,3 puncte procentuale în decembrie 2024 și la 2,1 puncte procentuale la orizontul proiectiei.

Scenariul de bază actual reconfirmă perspectiva prezentată în *Raportul* precedent privind dinamica anuală a indicelui IPC pentru sfârșitul acestui an, respectiv 7,5 la sută, ulterior înregistrării unei erori de proiecție de doar 0,1 puncte procentuale aferente lunii septembrie a.c.. Pe parcursul anului viitor, traiectoria actualizată este însă mai ridicată, în principal ca urmare a majorărilor legiferaute ale taxelor și impozitelor, dar și a modificării regimului fiscal aplicabil anumitor companii. Astfel, în decembrie 2024, noua prognoză este mai mare cu 0,4 puncte procentuale, în timp ce pentru prima parte a anului 2025 se preconizează valori ușor inferioare celor anticipate anterior, în special ca urmare a reevaluării în sens descendent a proiecției privind inflația de bază la acest orizont.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat s-a redus semnificativ în trimestrul III, de la 13,5 la sută în iunie la 11,3 la sută în septembrie. Ulterior, se anticipează menținerea

Tabel 4.2. Rata anuală a inflației IPC și CORE2 ajustat în scenariul de bază

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă							
	2023	2024			2025			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	7,5	7,7	6,8	5,7	4,8	3,6	3,6	3,3
Proiecție IPC*	6,9	6,6	5,9	4,8	3,9	3,4	3,3	3,1
Proiecție CORE2 ajustat	9,1	8,0	6,7	6,4	5,2	4,1	3,7	3,4

*) calculat la taxe constante

unei traiectorii continuu descendente a acesteia până la orizontul proiectiei. Corecția indicelui se va produce însă gradual, indicatorul urmând să reintre în intervalul țintei (2,5 la sută ± 1 punct procentual) în trimestrul III 2025 (Grafic 4.2, Tabel 4.2). Valorile prognozate sunt de 9,1 la sută la finele anului curent, 5,2 la sută la sfârșitul celui viitor și 3,4 la sută la orizontul proiectiei.

Încă de pe parcursul trimestrului IV 2023, la reducerea inflației de bază vor contribui și subcomponentele bunuri nealimentare și servicii. Dinamica anuală a acestora își va inversa tendința ascendentă,

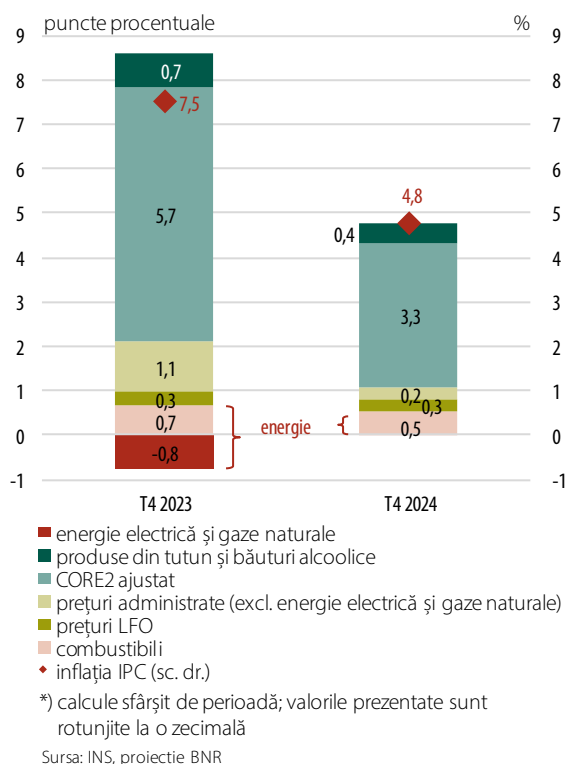
în contextul unor efecte de bază favorabile, al atenuării presiunilor din partea prețurilor de import și al temperării cererii, în sens opus acționând evoluția atât a costurilor totale, cât și a celor unitare cu forța de muncă.

Pe parcursul intervalului de proiecție se anticipează persistența presiunilor din partea costurilor de producție ale companiilor, cu precădere cele salariale, amplificate recent (inclusiv de noi majorări ale salariului minim). Influența acestora este preconizată să continue pe termen mediu, însă cu o intensitate în diminuare. Presiuni în reducere vor fi receptate și din partea unor șocuri care au condus la creșterea costurilor de producție în perioadele anterioare, cum ar fi cele cu energia și alte materii prime, însă a căror propagare de-a lungul lanțurilor de producție a fost una graduală și persistentă. Transmiterea costurilor în prețurile finale va fi facilitată în tot mai mică măsură de condițiile de cerere, *gap*-ul PIB fiind proiectat să pătrundă în teritoriul negativ la finele anului viitor. Totodată, pornind de la niveluri ridicate, așteptările inflaționiste se plasează pe o traiectorie descendentă, la orizontul proiectiei situându-se la un nivel superior, dar în proximitatea intervalului asociat țintei staționare. Presiuni relativ persistente în 2023, dar în reducere mai alertă începând cu anul 2024, vor proveni din partea prețurilor bunurilor din import, în linie cu dinamica proiectată a inflației IAPC exclusiv energie din zona euro. Un factor suplimentar care va atenua

reducerea inflației de bază este reprezentat de majorarea taxelor și impozitelor la începutul anului viitor, cu efect remanent timp de 12 luni asupra ratei anuale a indicatorului (impact cumulat de 0,35 puncte procentuale), la care se adaugă modificarea regimului fiscal aplicabil anumitor companii (impact evaluat la aproximativ 0,3 puncte procentuale).

Comparativ cu runda anterioară de prognoză, rata anuală a inflației de bază a fost revizuită în jos pe cvasitotalitatea intervalului proiecției, dar în sus la sfârșitul anului 2024. Pentru finele anului curent, revizuirea în jos cu 0,8 puncte procentuale este determinată de evoluția mult mai favorabilă decât se anticipa a prețurilor bunurilor alimentare, îndeosebi pe fondul măsurii de limitare a adaosului comercial la unele alimente de bază. Această influență se va disipa treptat, fiind contrabalansată gradual de impactul majorării impozitelor indirecte și al modificării regimului fiscal aplicabil anumitor companii începând din anul viitor, valoarea prognozată pentru decembrie 2024 fiind cu 0,2 puncte procentuale mai ridicată. La orizontul proiecției precedente, respectiv trimestrul II 2025, rata anuală a inflației CORE2 ajustat este mai redusă cu 0,3 puncte procentuale, în principal pe seama reevaluării *gap*-ului PIB în a doua parte a intervalului de prognoză.

Grafic 4.3. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC*

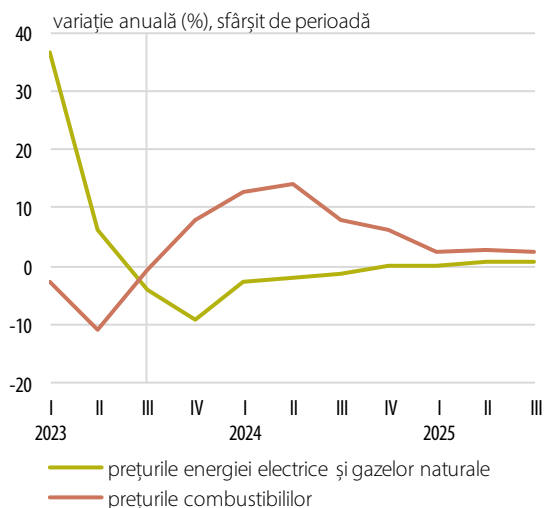


Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de influență a politicii monetare – prețurile administrate (inclusiv cele ale energiei electrice și ale gazelor naturale), prețurile volatile ale alimentelor (LFO), cele ale combustibililor, produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC a fost revizuită în sus față de *Raportul* din august (cu 0,8 puncte procentuale, și 0,3 puncte procentuale la finalul anului curent, respectiv în decembrie 2024). Reevaluarea ascendentă este cauzată, în principal, de evoluții mai nefavorabile în cazul dinamicii prețurilor administrate și a celor la combustibili, atenuate de corecții descendente, de mai mare amploare comparativ cu cele prevăzute în *Raportul* anterior, în cazul evoluției prețurilor LFO și a celor la energia electrică (Grafic 4.3).

După ce a consemnat o evoluție în teritoriul negativ în primele trei trimestre, dinamica anuală a prețurilor combustibililor este anticipată în creștere până la mijlocul anului viitor, urmând a trece în teritoriul pozitiv pe parcursul trimestrului IV al anului curent (Grafic 4.4, Tabel 4.3). Această evoluție este cauzată de amplificarea recentă a tensiunilor de pe piața

internațională a petrolului, de efecte de bază nefavorabile, precum și de ipoteza revenirii accizei la carburanți, începând cu 1 ianuarie 2024, pe un palier mai ridicat, ulterior deciziei de plafonare a acesteia în 2023 la nivelul minim european. În a doua parte a intervalului de prognoză sunt anticipate temperări ale dinamicilor anuale, în linie cu traiectoria în scădere a cotațiilor *futures* ale petrolului. Componenta a fost

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor combustibililor și a celor ale energiei electrice și gazelor naturale



Sursa: INS, proiecție BNR

Tabel 4.3. Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă			
	dec. 2022	dec. 2023	dec. 2024	sep. 2025
Prețuri bunuri energetice	26,7	3,5	3,4	1,6
Prețuri combustibili	12,4	8,1	6,4	2,5
Prețuri energie electrică și gaze naturale	40,8	-9,1	0,0	0,7
Prețuri LFO	20,7	5,2	5,0	7,1
Prețuri administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)	11,7	15,1	3,2	3,2
Prețuri produse din tutun și băuturi alcoolice	7,5	9,4	5,6	3,5

Sursa: INS, proiecție BNR

revizuită în sens ascendent față de *Raportul* precedent până la finalul anului 2024. Ajustarea de la sfârșitul anului curent s-a datorat, în principal, impactului nefavorabil asupra prețului petrolului al deteriorării ofertei la nivel global. Revizuirea în sus de la finele anului 2024 are la bază ipoteza privind expirarea facilității temporare vizând stabilirea cuantumului accizei la carburanți la nivelul minim prevăzut de legislația europeană.

În contextul schimbării parametrilor schemei de plafonare a prețurilor pentru consumatorii casnici la începutul anului curent, rata anuală a inflației energiei electrice⁶¹ este prognozată a se menține în teritoriul negativ până în trimestrul III 2024 și a înregistra o dinamică aproximativ nulă în decembrie 2024 (Grafic 4.4, Tabel 4.3). Față de *Raportul asupra inflației* din luna august, traiectoria a fost reevaluată ușor descendent în prima parte a intervalului de proiecție, ca urmare a modificărilor în distribuția consumatorilor între cele trei tranșe de consum impuse de legislația în vigoare. În cazul tarifului la gaze naturale au fost menținute ipotezele din *Raportul* anterior, respectiv o traiectorie relativ constantă până în luna martie 2025, atunci când expiră ordonanța de plafonare a prețurilor. Ulterior, în lipsa unor informații relevante pentru acel orizont de timp, scenariul de bază include scumpiri marginale atât pentru energia electrică, cât și pentru gazele naturale în trimestrele II și III 2025, pe fondul normalizării probabile, până la acel moment, a funcționării piețelor interne și externe de energie.

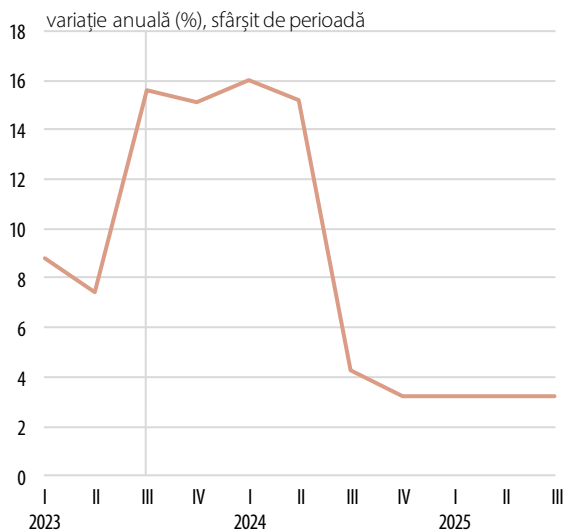
Scenariul exogen privind evoluția prețurilor administrate, altele decât energie electrică și gaze naturale⁶², fundamentat în principal pe baza evoluțiilor istorice, prevede creșteri anuale semnificative, de două cifre, atât la sfârșitul anului curent, cât și în prima jumătate a anului 2024 (Grafic 4.5, Tabel 4.3). Comparativ cu *Raportul* precedent, proiecția pentru acest interval de timp a fost ajustată semnificativ în sens ascendent, în contextul creșterilor din luna august a anului curent (cu efecte asupra dinamicii anuale timp de patru trimestre) ale prețurilor pentru medicamente (ca urmare a actualizării *Catalogului național al prețurilor la medicamentele* eliberate cu prescripție medicală). Suplimentar, acționează și majorarea recentă a tarifelor pe

⁶¹ Conform Comunicatului INS nr. 37/14 februarie 2023, energia electrică și gazele naturale au fost reincluse în grupa componentelor coșului IPC cu prețuri reglementate, ca urmare a redefinirii caracteristicilor schemelor de plafonare și compensare a tarifelor începând cu 1 ianuarie 2023.

⁶² Principalele categorii de produse incluse sunt energia termică, serviciile de apă, canal, salubritate și medicamentele.

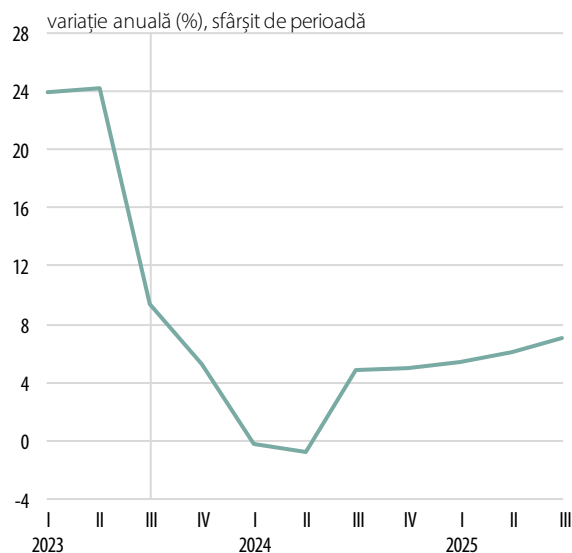
segmentul apă-canal. Pentru restul intervalului de proiecție, dinamica anuală este apropiată de cea din prognoza precedentă, având la bază tiparul istoric al ajustărilor operate în cazul principalelor categorii de produse din cadrul grupei.

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, proiecție BNR

Dinamica anuală a prețurilor volatile ale alimentelor este prevăzută a se înscrie pe o traiectorie descrescătoare până în trimestrul II 2024 (Grafic 4.6, Tabel 4.3). Evoluția ulterioară reflectă ipoteza înregistrării unor producții agricole normale⁶³ în următorii doi ani. Sub impactul unei recolte de toamnă bogate, amplificat de efectele favorabile asociate ordonanței privind plafonarea adaosului comercial (îndeosebi pe segmentul legumelor), nivelul pentru finele anului curent a fost revizuit semnificativ în jos comparativ cu prognoza anterioară.

Dinamica anuală a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este configurată în principal pe baza majorărilor de accize prevăzute în legislație, inclusiv a celei recent legiferate pentru luna ianuarie 2024, dar luând în considerare și comportamentul operatorilor din acest domeniu privind ajustarea prețurilor finale. Pornind de la un nivel relativ ridicat, circa 10 la sută în septembrie, dinamica anuală prognozată a grupei va manifesta o tendință de ansamblu descendentă pe intervalul proiecției (Tabel 4.3). Traiectoria a fost revizuită ușor în sus în prima parte a intervalului de prognoză, majorările de accize legiferate recent fiind de mai mare amploare față de cele prevăzute în legislația fiscală în vigoare la momentul elaborării *Raportului* anterior.

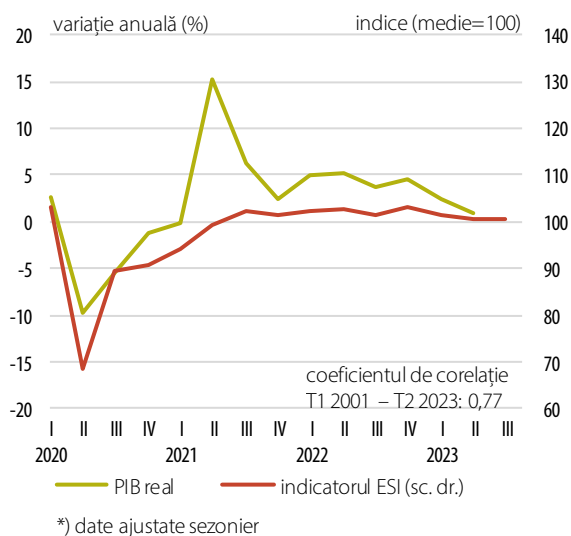
⁶³ Raportat la mediile multianuale calculate ale variabilei.

1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție⁶⁴

Deviația PIB (*gap-ul PIB*)

Conform celui mai recent comunicat al INS⁶⁵, după contracția trimestrială a PIB real de la începutul anului (-1 la sută în trimestrul I), în trimestrul II 2023 acesta a înregistrat o reacelerare de ritm (+1,7 la sută). Această creștere, semnificativ peste așteptările formulate în precedentul *Raport*, a fost observată în pofida faptului că majoritatea indicatorilor sectoriali cu frecvență ridicată au continuat să înregistreze evoluții nefavorabile. Pe latura de utilizare, creșterea trimestrială a PIB a fost determinată preponderent de contribuțiile peste așteptări ale consumului și, respectiv, ale exporturilor nete, cu mențiunea că dinamica favorabilă a consumului din trimestrul II a succedat unei contracții a acestuia de 5,3 la sută un trimestru mai devreme. În contextul observării unei volatilități pronunțate a seriilor istorice ajustate sezonier revizuite, atât în cazul PIB, cât și al componentelor sale, dar și al menținerii la valori notabile a contribuției componentelor reziduale (discrepanța statistică și variația stocurilor), au fost aplicate în continuare unele ajustări în procesul de evaluare a poziției ciclice a economiei.

Grafic 4.7. Indicatorul de încredere în economie* și creșterea economică



Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Pentru trimestrul III 2023, evaluările indică o creștere trimestrială modestă a PIB real, indusă de înrăutățirea conjuncturii economice, sugerată de majoritatea indicatorilor convenționali. În acest sens se poate remarca, pe ansamblul lunilor iulie și august, continuarea comprimării trimestriale a producției industriale interne și externe, a serviciilor prestate de companii populației și a comerțului cu amănuntul. Tot în sensul atenuării creșterii economice este preconizat a fi acționat menținerea incertitudinii la un nivel încă înalt din perspectivă istorică, în pofida unor semnale de ameliorare. Un factor inhibitor suplimentar este reprezentat de perspectivele rezervate privind evoluția partenerilor comerciali externi, în contextul înăsprii condițiilor financiare și al înrăutățirii marcante a încrederii agenților economici (sugerată de cele mai recente ediții ale sondajului DG ECFIN). În cazul României, se remarcă totuși o deteriorare doar marginală a indicatorului

de încredere, acesta rămâne peste media pe termen lung⁶⁶ (Grafic 4.7). În sens favorabil se preconizează a fi acționat: avansul venitului disponibil real (atât pe seama temperării ratei inflației, cât și a creșterii salariului mediu nominal), parcursul robust

⁶⁴ În absența altor precizări, variațiile procentuale trimestriale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MF, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Reuters.

⁶⁵ Comunicatul INS nr. 261 din 12 octombrie 2023 aferent datelor cu caracter provizoriu (2). Cu ocazia publicării acestuia, au fost operate o serie de schimbări metodologice, inclusiv privind metoda de ajustare sezonieră, probabil principala cauză a diferențelor dintre noile și vechile serii de PIB și componente.

⁶⁶ De notat că în cazul României indicatorul ESI nu mai conține componenta aferentă consumatorilor, care a avut printre cele mai negative contribuții la indicatorii de încredere corespunzătorii zonei euro și UE.

al investițiilor (pe fondul accelerării intrărilor de fonduri europene și al performanței notabile din construcții din lunile iulie și august), precum și continuarea detensionării blocajelor în lanțurile globale de aprovizionare⁶⁷.

Pentru trimestrul IV 2023, prognozele pe termen scurt indică o dinamizare moderată a PIB real, evoluțiile favorabile din trimestrul precedent fiind așteptate a se prelungi și chiar amplifica relativ. Astfel, creșterea economică este previzionată a beneficia de pe seama menținerii unui ritm solid al investițiilor și a unei dinamici robuste a venitului disponibil real (inclusiv pe fondul majorării salariului de bază minim brut pe țară garantat în plată în luna octombrie, dar și al creșterilor în domeniile construcții, agricultură și în industria alimentară în luna noiembrie⁶⁸). În sensul temperării avansului economic⁶⁹ sunt preconizate a acționa: nivelul în continuare relativ ridicat de incertitudine (alimentată de multiplele tensiuni geopolitice), sporirea caracterului restrictiv al condițiilor monetare reale, precum și avansul anemic al cererii externe efective.

Pentru întregul an 2023, scenariul de bază al prognozei macroeconomice prevede o încetinire a activității economice până în apropierea nivelului de 2 la sută, decelerare mai accentuată comparativ cu așteptările formulate în *Raportul* anterior. Ulterior, se anticipează o ușoară impulsioneare a dinamicii PIB, mai pronunțată în special spre finele intervalului de proiecție. Factorii care grevează asupra traiectoriei PIB, cu precădere în anul curent, sunt reducerea tracțiunii consumului (într-un mediu economic inflaționist) și slăbirea cererii externe. La aceste influențe se adaugă, în special pe parcursul anului viitor, efectele restrictive asociate configurației politicii fiscale (respectiv continuarea consolidării bugetare) și cele ale propagării graduale a deciziilor de normalizare a politicii monetare. Un aport favorabil la dinamica economică este așteptat să provină din valorificarea fondurilor europene din surse multiple⁷⁰, deși au fost deja consemnate unele întârzieri în absorbția acestor sume, în condițiile în care pentru toate programele de finanțare există termene limită până la care poate avea loc absorbția acestor fonduri (mai stricte în cazul PNRR).

În structură, traiectoria PIB real este imprimată, pe ansamblul prognozei, de cererea internă. Pentru anul curent⁷¹, încetinirea economiei poate fi pusă pe seama contribuției extrem de modeste a consumului final (în pofida ponderii ridicate a acestuia în PIB), în timp ce FBCF este evaluată a-și accentua atât dinamica anuală, cât și aportul la

⁶⁷ De asemenea, în contrast cu evoluția indicatorilor sectoriali, în cadrul unei suite mai largi de indicatori cu frecvență ridicată monitorizați, majoritatea acestora au prezentat dinamici mai favorabile. Dintre indicatorii neconvenționali, se pot evidenția: creșterea consumului de energie electrică, a numărului de înnoptări în structurile de primire turistică și a numărului de înmatriculări de societăți și PFA, precum și scăderea cotațiilor *Option Adjusted Spread* și VIX și a căutărilor Google pentru cuvintele „criză” și „gaze”.

⁶⁸ Conform autorităților, creșterile din luna noiembrie ale salariului de bază minim brut pe țară garantat în plată în construcții (la 4 582 de lei), agricultură și industria alimentară (la 3 436 de lei) au drept scop compensarea introducerii, conform Legii nr. 296/2023, a plăților de contribuții la asigurările sociale de sănătate de către salariații din aceste domenii.

⁶⁹ Din suita de indicatori cu frecvență ridicată monitorizați, majoritatea celor disponibili pentru luna octombrie au prezentat înrăutățiri. Dintre aceștia, se pot evidenția: scăderea consumului de energie electrică, sporirea căutărilor Google pentru cuvintele „șomaj” și „criză” și creșterea cotației indicelui VIX.

⁷⁰ Cadru financiar multianual 2021-2027, programul „Next Generation EU” (2021-2026), prelungirea (derogatorie a) absorbției în Cadru financiar multianual 2014-2020.

⁷¹ Contribuția variației stocurilor, componentă cu un conținut economic limitat, este evaluată a fi negativă, de o magnitudine ridicată pe parcursul anului curent, semnalând posibile revizuirii ulterioare ale seturilor de date statistice, în special a celor referitoare la subcomponentele PIB.

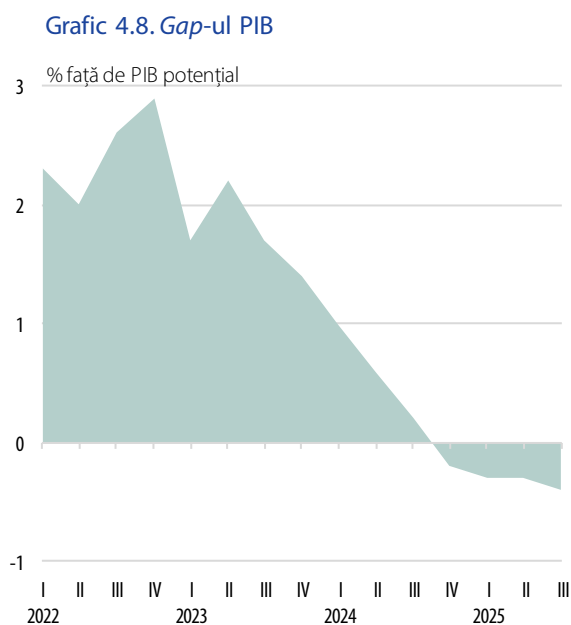
creștere, depășindu-le pe cele ale consumului final pentru prima oară după anul 2019. Pe termen mediu, consumul final este prognozat să redevină principalul contributor la creșterea economică, iar FBCF să rămână caracterizat de o reziliență notabilă (sub ipoteza atragerii de fonduri europene, dar și de investiții străine directe). Tendința, observată în ultimii ani (inclusiv înainte de criza pandemică), de înregistrare a unor contribuții negative ale exportului net real la creșterea economică este estimată a se întrerupe temporar în 2023, atunci când este așteptată o valoare pozitivă (pe fondul deteriorării dinamicii importurilor), urmând a redeveni ușor negativă pe termen mediu.

Similar *Raportului* anterior, dinamica PIB potențial este evaluată a fi robustă, fiind totodată preconizată în ușoară accelerare pe termen mediu. Ritmul de creștere a indicatorului a fost reevaluat ușor în sus. Setul determinantilor fundamentali ai variabilei rămân configurați relativ similar evaluării anterioare, cel mai important factor continuând să fie acumularea stocului de capital, a cărui dinamică este impulsionată, și chiar accelerată, de avansul formării brute de capital fix, atât de cel alert din perioadele recente, cât și de perspectivele favorabile ale indicatorului. Resursele financiare destinate investițiilor ar putea fi, însă, într-o anumită măsură afectate de înăsprirea condițiilor de creditare și, cu precădere pe parcursul anului următor, de creșterea gradului de impozitare a firmelor private, în special a celor de dimensiuni mai mari, cu aport tradițional înalt la crearea valorii adăugate brute din economie. Suplimentar, câștiguri de eficiență sunt reflectate de contribuția ridicată la dinamica PIB potențial a productivității totale a factorilor de producție (trendul TFP). Factorul forță de muncă este anticipat a avea o contribuție pozitivă, însă în ușoară

atenuare pe termen mediu. Aceasta reflectă perspectivele favorabile privind numărul de angajați din economie⁷², în pofida evoluțiilor demografice negative din România.

Pe parcursul anului curent, în contextul încetinerii activității economice, *gap*-ul PIB are o tendință precumpănitor descrescătoare (Grafic 4.8), atingând la final de an o valoare apropiată de cea din *Raportul* precedent. Reevaluările *gap*-ului PIB (cu un profil mult mai volatil comparativ cu evaluarea precedentă) reflectă, într-o măsură importantă, noul profil, revizuit, al datelor istorice ale PIB real ajustat sezonier publicate de către INS, noua serie fiind caracterizată, la rândul său, de o volatilitate mai ridicată.

Pe fondul caracterului contraciclic accentuat atât al conduitei politicii monetare, cât și al celei fiscale, în decursul anului 2024, similar rundei precedente,



⁷² În ultima perioadă s-a remarcat o creștere a numărului de salariați, precum și o scădere a numărului de persoane inative din categoria de vârstă 25-64 de ani. Totodată, pe fondul cererii accentuate de forță de muncă, estimările indică un număr relativ ridicat de contracte noi, încheiate cu muncitorii din afara UE.

gap-ul PIB își va continua traiectoria descendentă⁷³, însă într-un ritm semnificativ mai pronunțat. Astfel, la finalul anului următor, indicatorul este proiectat a înregistra deja o valoare marginal negativă. Revizuirea pantei *gap*-ului PIB de pe parcursul anului 2024 reflectă evaluarea unei conduite mai restrictive a politicii fiscale și a unui deficit de cerere externă mai accentuat. Ulterior, până la orizontul prognozei, este proiectată o cvasistagnare a *gap*-ului PIB la valori marginal negative, pe fondul contrabalansării influențelor din partea factorilor determinanți.

Componentele cererii agregate

Creșterea consumului final este anticipată să încetinească semnificativ pe parcursul anului curent, reflectând în principal evoluțiile pronunțat nefavorabile de la începutul anului. Pe termen mediu, componenta este așteptată să cunoască o revenire, fiind susținută de avansul venitului disponibil real ce beneficiază, încă din acest an, de măsurile adoptate de autorități în vederea impulsivării câștigurilor salariale⁷⁴, precum și de reducerea graduală a ratei inflației pe parcursul intervalului de prognoză. Totuși, incertitudini la adresa evoluției acestuia sunt în continuare asociate efectelor persistente ale războiului din Ucraina, precum și altor factori de risc interni și externi, atât de natură economică, cât și geopolitică.

Formarea brută de capital fix este proiectată a avea un ritm remarcabil și în acest an, în condițiile în care se prefigurează că aportul acesteia la creșterea economică îl va depăși pe cel al consumului. În continuare, pe parcursul intervalului de proiecție, componenta rămâne caracterizată de o reziliență notabilă, sub ipoteza atragerii de fonduri europene din multiple surse și a dinamizării activității interne și externe. Un rol extrem de important revine conduitei autorităților în privința demarării și implementării unor proiecte viabile de investiții. Pe termen mediu, traiectoria variabilei poate rămâne afectată de efecte persistente ale creșterilor anterioare ale prețurilor bunurilor energetice și ale materiilor prime, precum și de incertitudinea fundamentală a investitorilor, care, în actuala conjunctură globală complicată, rămâne la cote ridicate. Suplimentar, componenta ar putea fi grevată de eventuale reduceri ale resurselor financiare destinate investițiilor, pe fondul înăsprii condițiilor de creditare și al conduitei politicii fiscale. O deteriorare a activității investiționale, cu precădere la nivelul industriei (cu semnale preponderent nefavorabile în perioada recentă), ar conduce la erodarea, în perspectivă, a acumulărilor de capital.

Fluxurile comerciale sunt evaluate a fi afectate în continuare de nivelul ridicat al incertitudinii asociate multiplelor provocări geopolitice și de încetinirea creșterii economiei globale. Exporturile de bunuri și servicii ar putea să rămână grevate de persistența prețurilor ridicate ale materiilor prime, precum și de trenarea cererii partenerilor externi. Cursul de schimb real efectiv (calculat prin deflatare cu dinamicile IPC din România și țările partenere) este evaluat a fi ușor supraevaluat, imprimând o serie de efecte restrictive competitivității prin preț a produselor românești. Îmbunătățiri ale productivității firmelor exportatoare sunt așteptate a proveni,

⁷³ Din perspectiva componentelor cererii agregate, comprimarea *gap*-ului PIB este imprimată de cel descendent al consumului final. *Gap*-ul FBCF are un efect atenuator, iar cele ale exporturilor și importurilor exercită o contribuție cumulată negativă relativ constantă.

⁷⁴ Creșteri salariale pentru personalul din sistemul național de învățământ de stat (OUG nr. 53/2023), reglementarea salarizării personalului plătit din fonduri publice (OUG nr. 54/2023), majorarea salariului de bază minim brut pe țară garantat în plată (HG nr. 900/2023) și a celor din construcții, agricultură și industria alimentară (OUG nr. 93/2023).

în condițiile ameliorării performanței, din absorbția și utilizarea fondurilor europene (în special a celor asociate programului „Next Generation EU”). Traectoria prognozată a importurilor de bunuri și servicii, în comprimare pe ansamblul anului curent și în revenire în anul 2024, reflectă evoluțiile componentelor cererii interne și, respectiv, pe cele ale exporturilor.

Ulterior deteriorărilor ample din anii anteriori, deficitul de cont curent este prevăzut a manifesta o tendință de ajustare pe parcursul intervalului de proiecție, mai accentuată pe termen scurt⁷⁵ și moderată pe termen mediu. Corecția anticipată a acestuia reflectă suprapunerea mai multor factori, printre care: detensionarea graduală a sincopelor în lanțurile globale de valoare adăugată, temperarea crizei energetice și, în special pe parcursul anului viitor, un progres mai consistent în ceea ce privește consolidarea fiscală. Similar rundelor precedente, înscrierea deficitului contului curent pe o traiectorie moderat descendentă este condiționată de progresul în materie de ajustare fiscală, dar și de continuarea normalizării funcționării lanțurilor globale de valoare adăugată, asupra cărora planează încă o serie de riscuri, amplificate recent îndeosebi în cazul produselor energetice. Gradul de finanțare a deficitului de cont curent prin fluxuri stabile, non-generatoare de datorie externă, deși prevăzut a se menține la valori relativ reduse, manifestă o tendință de creștere pe intervalul de proiecție, condiționată de atragerea susținută a fondurilor europene⁷⁶. Aceste evoluții sunt atribuite efectelor favorabile provenind din partea corecției dezechilibrului extern, în tandem cu menținerea fluxurilor non-generatoare de datorie externă la valori persistent ridicate⁷⁷. În acest context, valorile proiectate în cazul investițiilor directe reflectă evoluții pozitive la nivelul acestei componente în anul curent, urmate de o ușoară atenuare a intrărilor nete pe parcursul anului următor.

Condițiile monetare în sens larg

Conform mecanismului de transmisie, condițiile monetare în sens larg evaluează impactul cumulat al ratelor reale ale dobânzilor în lei și în valută practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebancari și al evoluției cursului de schimb real efectiv al leului asupra cererii agregate viitoare. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici.

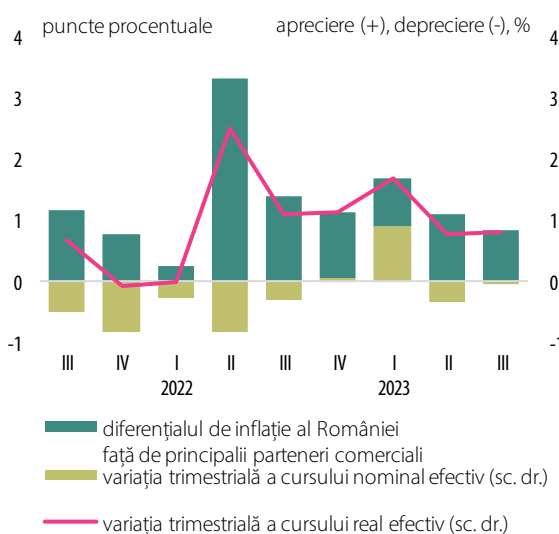
Scenariul de bază al prognozei prevede accentuarea caracterului restrictiv al condițiilor monetare reale în sens larg pe parcursul intervalului de prognoză, cu precădere în anul următor. Această dinamică va avea loc pe fondul propagării graduale în economie a deciziilor de politică monetară ale Consiliului de administrație al BNR, menite să favorizeze readucerea durabilă a ratei anuale a inflației în linie cu ținta, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

⁷⁵ Conform datelor aferente lunii august, corecțiile de la nivelul balanței comerciale au accelerat comparativ cu prima parte a anului, creând premisele unei ajustări mai ample a dezechilibrului extern față de *Raportul* precedent.

⁷⁶ În eventualitatea unor noi întâzieri în rambursarea fondurilor europene, gradul de finanțare din surse stabile, non-generatoare de datorie externă, este de așteptat să se reducă.

⁷⁷ În cazul investițiilor directe, cele mai recente date indică o majorare în primele opt luni ale anului curent a participațiilor la capital, comparativ cu cele din aceeași perioadă a anului precedent.

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



Sursa: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics, BNR, calcule BNR

În structura condițiilor monetare în sens larg influențele stimulative ale ratelor reale ale dobânzilor în lei la creditele noi și la depozitele noi la termen sunt anticipate a se resorbi de o manieră pronunțată și a deveni ușor restrictive spre finele intervalului prognozei. Acest parcurs este proiectat în contextul transmisiei deciziilor de politică monetară în dinamica ratelor nominale ale dobânzilor, simultan unei corecții descendente graduale a anticipațiilor privind inflația. Cursul de schimb real efectiv (Grafic 4.9) are un rol semnificativ, fiind preconizat a exercita, prin intermediul canalului exporturilor nete, un efect restrictiv până la orizontul prognozei. Aportul cursului de schimb real efectiv este evaluat în contextul aprecierii în termeni reali a monedei naționale, asociată efectului dominant al poziționării ratei interne a inflației peste cea a partenerilor comerciali.

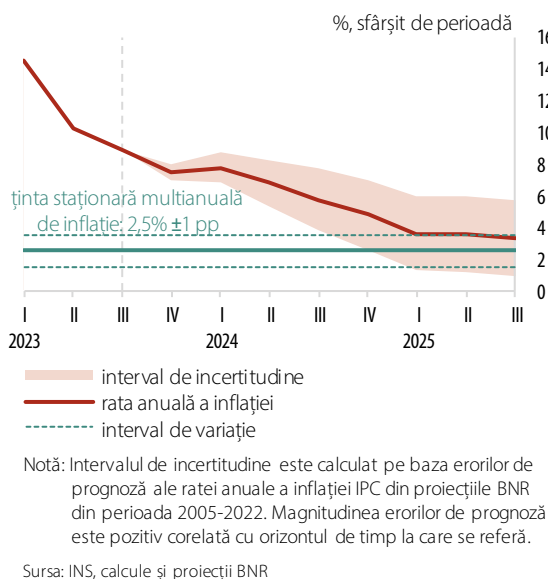
Efectul de avuție și de bilanț este evaluat a se menține la valori restrictive pe întregul interval al proiecției. În structură, dinamica acestuia reflectă în principal creșterea ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni), în contextul diminuării treptate a anticipațiilor privind inflația din zona euro, dar și al continuării procesului de normalizare a politicii monetare a BCE. Spre deosebire de *Raportul* anterior, prima de risc suveran este proiectată să exercite un impact restrictiv mai redus pe parcursul următoarelor trimestre, reflectând o îmbunătățire a indicatorului pe fondul progresului mai vizibil în materie de consolidare fiscală. Impactul dinamicii *gap*-ului cursului de schimb real efectiv al leului prin intermediul efectului de avuție și bilanț este cvasineutru.

2. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor la adresa ratei anuale a inflației este evaluată a rămâne înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria preconizată în scenariul de bază (Grafic 4.10). În paralel războiului dintre Rusia și Ucraina, a cărui intensitate rămâne ridicată, cu riscuri potențial amplificate în special în țările aflate în imediata proximitate geografică a conflictului, un factor de risc recent apărut se referă la exacerbarea tensiunilor din Orientul Mijlociu.

Până la momentul finalizării *Raportului*, efectele economice ale acestor turbulențe erau limitate. Însă, o posibilă extindere a tensiunilor din acest areal, în regiuni importante de tranzit sau de exploatare a resurselor minerale, ar putea conduce la o restrângere a ofertei globale de petrol și gaze naturale, alimentând majorări ale cotațiilor internaționale ale acestora, însoțite, probabil, de o tensionare, în general, a piețelor. Într-un astfel de context, depinzând de extinderea în timp și, respectiv, de gradul de generalizare a conflictului, ar putea fi atenuată inclusiv tracțiunea unora

Grafic 4.10. Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază



dintre factorii fundamentali de influență asupra acestei piețe, cum ar fi efectele încetirii preconizate a activității economice la nivel global. În acest context de fragilitate, cu atât mai mult deciziile viitoare ale OPEC+ devin extrem de relevante, în special în situația în care deciziile forului vor viza noi restrângeri voluntare ale producției de petrol.

Influențe nefavorabile ar putea fi receptate și de prețul gazelor naturale. Riscuri ascendente vizează efectele unei eventuale stopări pentru o perioadă mai lungă de timp a producției dintr-un important zăcământ gazifer (Tamar) aflat pe coasta de nord a Israelului. Efecte adverse sunt atribuite și cotațiilor gazelor naturale lichefiate (GNL), piață ce nu este influențată direct de evoluția tensiunilor din Orientul Mijlociu, dar care poate fi afectată de raportul de la nivel global între cererea și oferta de resurse energetice, indiferent de natura acestora.

În cazul pieței GNL, evenimente cu potențiale efecte inflaționiste distincte sunt asociate unor posibile prelungiri ale grevelor la instalațiile din Australia sau înregistrării de noi avarii în cazul unor conducte de gaze, cum ar fi cele în cazul Balticconnector. În schimb, inclusiv în situația unei escaladări a tensiunilor din Orientul Mijlociu, efectele directe asupra economiei românești sunt estimate să rămână moderate, dată fiind expunerea comercială (exporturi, importuri) redusă a economiei noastre atât în relația cu Israel, cât și cu celelalte economii aflate în proximitatea zonei de conflict.

În contextul amplificării și diversificării tensiunilor geopolitice, nu ar fi excluse reinflamări ale sincopelelor în lanțurile globale de valoare adăugată. Noi blocaje ar putea fi ocazionate inclusiv de o potențială trenare a activității economice din China (risc relativ atenuat recent de introducerea unor măsuri fiscale menite să accelereze procesul de redresare economică). În plus, în ceea ce privește cotațiile materiilor prime agroalimentare, relevante sunt condițiile meteorologice, eventuale presiuni inflaționiste persistente fiind asociate fenomenului El Nino⁷⁸, dar și efectelor schimbărilor climatice. Totodată, răspândiri ale focarelor de pestă porcină atât pe plan local, cât și regional sunt de natură să conducă la abateri în sus ale prețurilor la alimente.

În actuala conjunctură, factorii asociați slăbirii cererii capătă o importanță semnificativă, evoluțiile economice sub așteptări (explicate inclusiv de întârzierea redresării industriilor energointensive) fiind de natură să inducă efecte propagate în lanțurile de producție regionale sau globale, implicit și efecte de corecție descendentă a prețurilor. În acest context, evoluția extrem de modestă a activității economice din Germania, cel mai important partener comercial al României, este apreciată drept îngrijorătoare. În ansamblu, mediul economic internațional fragil, precum și

⁷⁸ Fenomen meteorologic natural constând într-o încălzire puternică a apelor din estul Oceanului Pacific, împingând cantități semnificative de căldură în atmosferă.

multitudinea riscurilor cu acțiune în ambele sensuri, având în vedere recuperarea economică diferențiată în cazul celor mai importanți poli economici mondiali, induc incertitudini ample privind calibrarea viitoare a politicii monetare de către principalele bănci centrale (BCE, Fed) și de către cele din regiune. După o perioadă relativ îndelungată de timp în care reacția acestora a fost relativ coordonată, date fiind șocurile comune de la nivel global, în perioadele recente, dar posibil și în viitor, calibrarea politicii monetare ar urma să fie din ce în ce mai mult corelată cu evoluțiile economice de la nivel local, inclusiv în ceea ce privește ritmul diferențiat al dezinflației.

Conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri rămâne o sursă importantă de incertitudini pentru evoluția inflației, deși o parte dintre scenariile considerate probabile în *Raportul* precedent s-au materializat deja, respectiv legiferarea de către autorități a unui pachet de consolidare fiscală, ce include și o serie de măsuri cu impact direct asupra ratei anuale a inflației. În condițiile în care evaluările curente sugerează insuficiența acestui pachet pentru a asigura corecția deficitului bugetar în linie cu țintele asumate în contextul procedurii de deficit excesiv (PDE), nu sunt excluse, pe termen mediu, noi măsuri de ajustare fiscal-bugetară ale căror natură și, implicit, impact asupra ratei anuale a inflației sunt dificil de anticipat în acest moment. În același timp însă, în anul 2024 riscuri sunt atribuite și calendarului electoral extrem de încărcat, în contextul unor posibile noi măsuri expansioniste. Astfel, efectul net ar putea fi unul de atenuare a ritmului dezirabil al consolidării fiscale, în contextul PDE. Pe termen mediu, aceasta ar putea avea implicații nefavorabile inclusiv asupra percepției față de risc a investitorilor și, în mod direct, asupra costurilor de finanțare a economiei și a traiectoriei cursului de schimb al leului, cu impact direct și asupra ratei inflației. În plus, continuarea programului de ajustare fiscală în ritm susținut este relevantă și din perspectiva derulării PDE. Abateri repetate de la condiționalitățile atașate acordurilor cu Comisia Europeană ar putea avea repercusiuni în cazul atragerii fondurilor europene, îndeosebi a celor asociate programului „Next Generation EU”, a căror implementare este apreciată ca fiind esențială pentru sporirea potențialului de creștere și întărirea rezilienței economiei României.

Incertitudini ridicate sunt asociate comportamentului de adaptare a agenților economici la setul recent de măsuri anunțat de autorități. De exemplu, în cazul schemei de plafonare a adaosului comercial la alimente de bază, magnitudinea efectelor dezinflaționiste pe fundalul extinderii gamei de produse supuse plafonării este necunoscută, însă dată fiind experiența recentă, efectul ar putea fi, cel puțin în ceea ce privește strict prețul de vânzare al acestor produse, unul favorabil. Efecte de sens contrar sunt atribuite majorărilor succesive ale salariului minim, noi ajustări fiind preconizate a avea loc și la 1 ianuarie 2024, de natură să pună presiune – cu cât quantumul salariului minim este mai ridicat – asupra costurilor salariale ale firmelor. În plus, riscuri ascendente moderate sunt asociate modului în care vor evolua tarifele RCA ulterior expirării perioadei de plafonare a acestora (actualmente prelungită până în decembrie 2023). Pe termen mai lung (după luna martie 2025), incertitudini sunt atribuite evoluției prețurilor la energia electrică și gazele naturale, ulterior finalizării schemei de plafonare a acestora, care ar putea fi diferită de cea preconizată în scenariul de bază unde s-a presupus o calmare până la acel moment a piețelor domestice și internaționale de astfel de bunuri.

Dinamica pieței muncii își reconfirmă importanța. Persistă riscul unor revendicări salariale mai mari, atât în sectorul public, cât și în cel privat, pe fondul menținerii tensionării pieței muncii. Acestea ar putea alimenta conservarea anticipațiilor inflaționiste la niveluri ridicate și încetinirea procesului dezinflaționist. Pe termen mediu, deficiențele structurale persistente ale pieței muncii ar putea amplifica gradul de necorelare între cerințele angajatorilor și pregătirea forței de muncă în cazul anumitor sectoare, inducând presiuni suplimentare.

Abrevieri

BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
BVB	Bursa de Valori București
CE	Comisia Europeană
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
Eurostat	Oficiul de Statistică al Uniunii Europene
FAO	Organizația Națiunilor Unite pentru Alimentație și Agricultură
FBCF	formarea brută de capital fix
Fed	Sistemul Federal de Rezerve al Statelor Unite ale Americii
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
IFN	instituții financiare nebancale
IMM	întreprinderi mici și mijlocii
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IRCC	indicele de referință pentru creditele consumatorilor
ISD	investiții străine directe
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MF	Ministerul Finanțelor
ON	<i>overnight</i>
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
PDE	procedura de deficit excesiv
PIB	produsul intern brut
PNRR	Planul Național de Redresare și Reziliență
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TFP	productivitatea totală a factorilor de producție
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
USDA	Departamentul pentru Agricultură al Statelor Unite ale Americii
VAB	valoarea adăugată brută
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

Lista tabelelor din text

Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar	41
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	42
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	45
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației IPC și CORE2 ajustat în scenariul de bază	48
Tabel 4.3	Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC	50

Lista graficelor din text

	Prognoza ratei inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	15
Grafic 1.2	Producția agricolă	16
Grafic 1.3	Componentele inflației de bază CORE2 ajustat	16
Grafic 1.4	Inflația serviciilor de piață <i>wage sensitive</i>	17
Grafic 1.5	Distribuția ratelor anuale ale componentelor IPC	17
Grafic 1.6	Anticipații privind evoluția prețurilor	18
Grafic 1.7	IAPC mediu anual în UE – sep. 2023	18
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	19
Grafic 2.2	Consumul populației	20
Grafic 2.3	Creditele de consum și depozitele la termen ale populației	20
Grafic 2.4	Construcții	21
Grafic 2.5	Investiții, exclusiv construcții	22
Grafic 2.6	Exporturi	22
Grafic 2.7	Contul curent	23
Grafic 2.8	Productivitatea muncii în economie	23
Grafic 2.9	Productivitatea muncii în industria prelucrătoare	24
Grafic 2.10	Efectivul salariaților din economie	25
Grafic 2.11	Gradul de tensionare a pieței muncii	25
Grafic 2.12	Evoluția salariului mediu brut pe economie	26
Grafic 2.13	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	27
Grafic 2.14	Prețurile producției industriale pentru piața internă	28
Grafic 2.15	Prețurile producției agricole	30
Grafic 2.16	Costurile unitare cu forța de muncă	30
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	32
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	37
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	38
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	38
Grafic 3.5	Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației	39
Grafic 3.6	Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare	39
Grafic 3.7	Cursul de schimb nominal	40

Grafic 3.8	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	40
Grafic 3.9	Principalele componente ale masei monetare	42
Grafic 3.10	Creditul acordat sectorului privat pe monede	43
Grafic 3.11	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	43
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	46
Grafic 4.2	Proгноza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat	47
Grafic 4.3	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC	49
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor combustibililor și a celor ale energiei electrice și gazelor naturale	50
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)	51
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor LFO	51
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	52
Grafic 4.8	<i>Gap</i> -ul PIB	54
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	57
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	58

